

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA NÁRODNÉHO HOSPODÁRSTVA

Dlhová kríza eurozóny a uplatnenie teórie optimálnej menovej oblasti prostredníctvom indexu
OCA na krajiny PIIGS

The Debt Crisis of the Eurozone and the Application of the Optimum Currency Area Theory
Through the OCA Index to the PIIGS Countries

Študent:

Bc. Rudolf Macek

Vedúci diplomovej práce:

doc. Ing. Zuzana Kučerová, Ph.D.

Ostrava 2012

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Rudolf Macek**

Studijní program: N6202 Hospodářská politika a správa

Studijní obor: 6202T027 Národní hospodářství

Specializace: 00 Národní hospodářství

Téma: Dluhová krize eurozóny a uplatnění teorie optimální měnové oblasti prostřednictvím indexu OCA na země PIIGS
The Debt Crisis of the Eurozone and the Application of the Optimum Currency Area Theory Through the OCA Index to the PIIGS Countries

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
 2. Teoretická východiska jednotlivých druhů krizí a teorie optimální měnové oblasti
 3. Dluhová krize eurozóny
 4. Metodika výpočtu indexu OCA a jeho aplikace na státy PIIGS
 5. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce
Seznam příloh
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

- JANÁČKOVÁ, Stanislava. *Krize eurozóny a dluhová krize vyspělého světa*. Praha: CEP – Centrum pro ekonomiku a politiku, 2010. ISBN 978-80-86547-95-4.
- KOLB, Robert. *Lessons from the Financial Crisis: Causes, Consequences, and Our Economic Future*. Hoboken: Wiley, 2010. ISBN 978-0-470-56177-5.
- KUČEROVÁ, Zuzana. *Teorie optimální měnové oblasti a možnosti její aplikace na země střední a východní Evropy*. Praha: Vydavatelství ČVUT, 2005. ISBN 80-86729-18-4.


Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

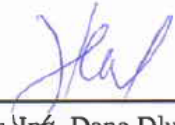
Vedoucí diplomové práce: **Ing. Zuzana Kučerová, Ph.D.**

Datum zadání: 25.11.2011

Datum odevzdání: 27.04.2012




Ing. Zuzana Kučerová, Ph.D.
vedoucí katedry


prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

Prehlásenie

Prehlasujem, že diplomovú prácu na tému *Dlhová kríza eurozóny a uplatnenie teórie optimálnej menovej oblasti prostredníctvom indexu OCA na krajiny PIIGS* som vypracoval samostatne pod vedením doc. Ing. Zuzany Kučerovej, Ph.D. a uviedol som v zozname literatúry všetky použité literárne a odborné zdroje.

V Ostrave dňa 25. 04. 2012

vlastnoručný podpis

PodĎakovanie

Na tomto mieste by som veľmi rád by poďakoval pani doc. Ing. Zuzane Kučerovej, Ph.D., vedúcej mojej diplomovej práce, za ochotu, cenné pripomienky, odborné rady a čas venovaný konzultáciám pri vypracovaní tejto práce.

Obsah

1 Úvod	8
2 Teoretické východiská jednotlivých druhov kríz a teórie optimálnej menovej oblasti	10
2.1 Druhy kríz - ich podstata, hlavné rozdiely a názorné príklady	10
2.1.1 Mexická kríza (1994 – 1995)	12
2.1.2 Ázijská kríza (1997 – 1998)	13
2.1.3 Ruská kríza (1998 – 1999)	15
2.1.4 Brazílska kríza (1999)	16
2.2 Teória optimálnych menových oblastí	17
2.2.1 Tradičná teória optimálnej menovej oblasti	19
2.2.2 Endogénny charakter kritérií optimálnej menovej oblasti	25
2.3 Výnosy a náklady menovej integrácie z pohľadu teórie OCA	29
2.4 Zhrnutie kapitoly	32
3 Dlhová kríza eurozóny	33
3.1 Priebeh dlhovej krízy v Grécku	36
3.2 Priebeh dlhovej krízy v Írsku	39
3.3 Priebeh dlhovej krízy v Španielsku	41
3.4 Priebeh dlhovej krízy v Taliansku	43
3.5 Priebeh dlhovej krízy v Portugalsku	45
3.6 Opatrenia eurozóny proti dlhovej kríze	46
3.6.1 Európsky finančný stabilizačný fond	47
3.6.2 Náklady stabilizácie dlhovej situácie	50
3.7 Zhrnutie hlavných ekonomických problémov dlhovej krízy	51
3.8 Zhrnutie kapitoly	53
4 Metodika výpočtu indexu OCA a jeho aplikácia na krajiny PIIGS	54
4.1 Konštrukcia indexu – Bayoumi a Eichengreen	54
4.2 Aktualizácia indexu Horváthom a Komárkom	55
4.3 Vývoj jednotlivých premenných indexu OCA	56
4.3.1 Zladenosť hospodárskych cyklov	57
4.3.2 Podobnosť komoditnej štruktúry zahraničného obchodu	58
4.3.3 Vzájomná obchodná prepojenosť	61
4.3.4 Užitočnosť spoločnej meny v transakciách	63

4.4 Index OCA pre vybrané krajiny	64
5 Záver.....	69
Zoznam použitej literatúry	72
Zoznam skratiek	80
Zoznam tabuliek a grafov.....	81
Prehlásenie o využití výsledkov diplomovej práce	83
Zoznam príloh	84

1 Úvod

Mýliť sa a robiť chyby je vraj ľudské. Každý ekonomicky uvažujúci človek by si však mal zo vzniknutého problému zobrať ponaučenie, ale nie vždy sa podľa tohto pravidla aj riadi. Tieto ľudské pochybenia sa vo viacerých prípadoch vyznačujú veľkými či už spoločenskými, ľudskými alebo ekonomickými stratami a nákladmi. Práve z toho dôvodu je dôležité objektívne analyzovať každú vzniknutú situáciu a snažiť sa ju vyriešiť v súlade s dlhodobou racionalitou, aby nedochádzalo k opakovaniu týchto chýb. Veľký význam v procese riešenia problémových situácií zohráva aj sebareflexia, ktorá mnohým politickým špičkám (ako tvorcom hospodárskej politiky) chýba. Nepripustiť si zlyhanie, stavať sa do pozície neomylného a nepoučiť sa z minulosti, predstavujú azda najväčšie zlyhania ľudského jedinca. Je však potrebné si uvedomiť, že kto nepozná svoju históriu, je odsúdený na jej opakovanie sa v oveľa horšej a nákladovejšej forme. Práve z týchto dôvodov vznikajú zárodoky takmer všetkých kríz v časoch, ktoré sú považované za dobré. V týchto dobrých časoch dochádza k zvyšovaniu nepozornosti jednotlivých aktérov voči varovným signálom a zároveň sa oslabuje ich averzia k riziku. Práve preto nie je súčasná kríza so svojimi jednotlivými fázami náhodnou udalosťou, ale je dôsledkom celej rady nahromadených nezdravých tendencií a zlých rozhodnutí z nedávnej minulosti. Problém predstavuje nielen samotná kríza, ale aj spôsob jej riešenia, ktorý je považovaný skôr za politický ako ekonomicky racionálny. To, či sa jednotliví tvorcovia hospodárskej politiky dokážu poučiť zo svojich chýb a vyvodiť voči sebe zodpovednosť za súčasnú krízu, je otázkou blízkej budúcnosti, ktorá sa bude týkať všetkých ekonomických subjektov.

Cieľom diplomovej práce je overiť hypotézu existencie jadra a periférie v eurozóne pomocou indexu OCA na zvolených krajinách.

Finančná kríza so svojimi jednotlivými fázami poukázala na inštitucionálne problémy a neschopnosť menovej únie existovať bez krízových balíčkov či opatrení. Kríza zároveň predstavuje aj prvú závažnú skúšku eurozóny, ale aj Európskej únie ako celku. Mnohí ekonómovia považujú hospodársku a menovú úniu v Európe za čisto politický projekt nevychádzajúci z ekonomickej racionality. Práve preto je v práci analyzovaná nielen dlhová kríza hospodárskej a menovej únie v Európe, ale vybrané krajiny eurozóny sú aj navzájom medzi sebou porovnávané prostredníctvom indexu OCA. Tento index aj napriek svojim nedokonalostiam vychádza z ekonomickej racionality a predstavuje jeden zo základných

alternatívnych spôsobov skúmania vhodnosti pripojenia sa k spoločnej mene zahŕňajúci v sebe hneď niekoľko čiastkových kritérií teórie OCA.

Celá diplomová práca je rozdelená do troch častí okrem úvodu a záveru. Prvá kapitola predstavuje teoretický základ takmer celej práce. Začiatok prvej kapitoly je venovaný samotnému pojmu kríza v spojení s rozčlenením a definovaním jednotlivých druhov kríz. Následne sú v krátkosti popísané mexická, ázijská, ruská a brazílska kríza, ako praktické príklady jednotlivých druhov kríz z minulosti. Po krátkom opise uvedených kríz je v stručnosti vysvetlená teória OCA a jej jednotlivé verzie v spojení s nákladmi, výnosmi a dopadmi zavedenia spoločnej meny.

Druhá kapitola je určená praktickej deskripcii dlhovej krízy eurozóny. Najskôr je v krátkosti popísaný vznik a priebeh samotnej finančnej krízy s plynulým prechodom k dlhovej fáze krízy eurozóny. V rámci zatiaľ tejto poslednej fázy krízy sú analyzované najviac ohrozené ekonomiky eurozóny – krajiny PIIGS. U štátov PIIGS je uskutočnený popis ich verejného dlhu a spôsob prejavu sa dlhovej krízy na ich národných hospodárstvach. Po popise zvolených ekonomík sú uvedené konkrétne nástroje stabilizácie dlhovej situácie v eurozóne v spojení s vyčíslením nákladov všetkých použitých nástrojov.

V rámci tretej kapitoly je uskutočnené porovnanie vybraných krajín pomocou indexu OCA, ktorý predstavuje komplexný alternatívny nástroj hodnotenia výhod a nákladov vstupu do menovej únie. Jednotlivé krajiny sú analyzované a porovnávané spočiatku prostredníctvom jednotlivých čiastočných premenných a následne je pre ne vypočítaný aj samotný index OCA.

2 Teoretické východiská jednotlivých druhov kríz a teórie optimálnej menovej oblasti

Predmetom diplomovej práce je analyzovať dlhovú krízu eurozóny a aplikovať teóriu optimálnej menovej oblasti prostredníctvom indexu OCA na krajiny PIIGS. Avšak pred samotnou analýzou a aplikáciou je potrebné uviesť teoretické východiská praktickej časti práce.

2.1 Druhy kríz - ich podstata, hlavné rozdiely a názorné príklady

Ako uvádza Helísek (2004), pojem kríza je v ekonomickej literatúre veľmi často frekventovaný a využívaný, ale neustále dochádza k zmene a vymedzeniu obsahu či súvislostí. V rámci staršej terminológie sa pojmom kríza označuje zostupná fáza hospodárskeho cyklu ako všeobecnej volatility ekonomickej aktivity. V rámci novej terminológie sa táto fáza nazýva recesiou, depresiou alebo kontrakciou. Z toho vyplýva, že výraz kríza sa používa nie pre charakteristiku celkového hospodárskeho vývoja, ale len pre určité vybrané čiastočné úseky, oblasti a sektory ekonomiky. Ide napr. o krízu svetového obchodu, krízu medzinárodného menového systému alebo krízu ťažkého priemyslu či krízu vybranej meny.

Pri samotnom vymedzení a definovaní pojmu finančná kríza je podstatné, že „*príčiny ekonomických problémov sa nenachádzajú v reálnej ekonomike, ale vznikajú vo finančnom systéme*“ (Dvořák, 2008, s. 169, preklad autora).

Finančné krízy predstavujú ťažké rozpady finančných trhov, v rámci ktorých dochádza k zhoršeniu schopnosti trhu efektívne fungovať, pričom môžu predstavovať závažné a negatívne dopady na národné hospodárstvo.

Finančné krízy v súčasnosti nepredstavujú žiadny nový fenomén, ale tie za posledných pätnásť rokov obsahujú určité nové prvky. Zdrojom týchto nových prvkov sú finančné inovácie, rastúca globalizácia a prepojenosť jednotlivých národných trhov. Za tieto nové prvky sú považované „*nákazové šírenie (contagion) krízy z krajiny pôvodu do ďalších ekonomík a rýchly prenos vedľajších účinkov (spillover effect) krízy z finančného do reálneho sektoru*“ (Cihelková, 2008, s. 176, preklad autora).

Podľa Cihelkovej (2008) finančné krízy nepredstavujú homogénny fenomén. Finančné krízy delí do troch základných kategórií.

1. Menová kríza – predstavuje špekulatívny útok na devízový kurz. Tento útok sa prejaví značným a skokovým znehodnotením danej meny alebo aspoň rozsiahlymi intervenciami menových autorít spojených so stratou devízových rezerv alebo zvýšením úrokových sadzieb.
2. Banková kríza – reprezentuje situácie, kedy hrozba úpadku bánk vedie k obmedzeniu zmeniteľnosti meny alebo k zásahu menových autorít vo forme finančnej pomoci bankovým inštitúciám. Ide o skutočný alebo potencionálny run na banky vyvolaný obavou z neschopnosti bánk splácať svoje záväzky. Ak by nedošlo k poskytnutiu finančnej pomoci, nasledoval by pravdepodobný úpadok bankových domov.
3. Dlhová kríza – je jedným z najzaujímavejších typov finančných kríz. Predstavuje neschopnosť danej krajiny splácať svoj zahraničný dlh ako verejný tak aj súkromný. Ak nastane situácia, že „*nie je schopná splácať svoj zahraničný dlh vláda, ide o neriadený bankrot*“ (Dvořák, 2008, s. 170, preklad autora). Tieto situácie väčšinou nastávajú v rozvojových krajinách. Vonkajšia dlhová kríza nastáva v prípade, ak svoje zahraničné dlhy nesplácajú súkromné firmy a banky. Veľmi nebezpečný typ dlhovej krízy je interná dlhová kríza. Prejavuje sa chronickou vnútornou predĺženosťou ekonomiky, platobnou neschopnosťou podnikov a nárastom objemu klasifikovaných úverov. Tento druh krízy veľmi často vedie k zamrznutiu úverového trhu (credit crunch) s negatívnymi dôsledkami pre reálnu ekonomiku.

Dvořák (2008) okrem vyššie troch uvedených druhov kríz definuje aj pojem systematická finančná kríza. Táto kríza zahŕňa znaky a prejavy všetkých (alebo väčšinu) vyššie vymenovaných typov kríz a to s rôznou vzájomnou kauzalitou.

Na základe vyššie uvedeného môžeme tvrdiť, že menová, banková či dlhová kríza môžu byť súčasťou finančnej krízy a to v prípade, kedy sa ich dôsledky prostredníctvom zlyhávania funkcií finančných sprostredkovateľov nepriaznivo odzrkadľujú a premietajú do reálnej ekonomiky (Helísek, 2004).

Následne dôjde k uvedeniu názorných príkladov vybraných finančných kríz. Postupne budú v krátkosti predstavené nasledujúce krízy: mexická kríza, ázijská kríza, ruská kríza, brazílska kríza a argentínska kríza.

2.1.1 Mexická kríza (1994 – 1995)

Mexická kríza vyvolala ohlas a pozornosť ekonómov okrem iného aj tým, že mexická ekonomika bola považovaná a hodnotená ako fundamentálne zdravá s relatívne úspešným vývojom. Od roku 1988 vláda realizovala program fiškálnej reštrikcie, ktorý ozdravil verejné financie. Mexiko *„sa snažilo ozdraviť svoje národné hospodárstvo podľa receptu MMF, bol veľmi úspešný a bol označovaný ako mexický zázrak“* (Dvořák, 2008, s. 188, preklad autora).

Allen (2009) uvádza, že finančná liberalizácia a globalizácia v Mexiku vychádzajúca z podpisu zmluvy NAFTA v roku 1993, bola spojená s menšou neistotou týkajúcou sa ekonomického a politického výhľadu. Toto všetko viedlo k rapídному zvýšeniu kredibility krajiny a prílivu priamych zahraničných investícií. Od roku 1990 do roku 1993 zaznamenalo Mexiko príliv zahraničných investícií vo výške 91 mld. USD. Vládne reformy naďalej pokračovali, štát privatizoval podniky, rušil protekcionistické opatrenia a prekážky. Výsledok bol, že v roku 1993 došlo k reinvestovaniu kapitálu vo výške 30 mld. USD.

Helisek (2008) považuje za hlavný problém mexického národného hospodárstva vysoký deficit bežného účtu platobnej bilancie, ktorý bol spôsobený nárastom importu ako sprievodným javom rastúceho reálneho HDP. Deficit bežného účtu sa pohyboval na úrovni okolo 7 % HDP a bol zároveň sprevádzaný silným prílivom kapitálu zo zahraničia. Išlo predovšetkým o portfóliové investície a iný špekulatívny kapitál. Ďalším podporným problémom bola nedostatočne realizovaná reštriktívna menová politika.

Od polovice roku 1994 došlo k prudkému oslabeniu prílivu kapitálu, čo bolo spojené s poklesom devízových rezerv a následnou emisiou krátkodobých vládnych dlhopisov, tzv. tesobonos k ich doplneniu. Koncom toho istého roku dosiahla ich hodnota 29 mld. USD, čo predstavovalo takmer trojnásobok menových rezerv. Existoval tu neustály tlak na zhodnotenie pesa, voči ktorému centrálna banka márne zasahovala. Výsledkom bolo zavedenie floatingového kurzového režimu (Dvořák, 2008).

Jonáš (2000) uvádza, že krajina bola nútená požiadať o medzinárodnú finančnú pomoc, pretože vláda nechcela, aby sa opakovala dlhová kríza z 80-tych rokov 20. storočia.

Prvý program nebol dostatočný a navyše americký Kongres nedal súhlas na uvoľnenie pomoci. Preto bol nahradený náhradným programom pod taktovkou amerického ministerstva financií v celkovej výške 50 mld. USD. Táto pomoc bola financovaná MMF (18 mld. USD), USA (20 mld. USA – stabilizačný fond ministerstva financií) a BIS (10 mld. USD).

2.1.2 Ázijská kríza (1997 – 1998)

Ázijská kríza vznikla v roku 1997, pričom spočiatku sa javila ako udalosť len národného charakteru. Počas roku 1997 vykazovalo určité problémy Thajsko, následne sa kríza dostala aj do ostatných krajín prostredníctvom devalvácie thajskej meny (Jonáš, 2000).

Dvořák (2008) tvrdí, že najviac boli touto krízou postihnuté Thajsko, Malajzia, Indonézia a Južná Kórea. Podobne ako pri Mexiku, aj tieto krajiny boli považované za fundamentálne zdravé s vysokým ekonomickým rastom a únosnou mierou deficitu bežného účtu platobnej bilancie.¹ Verejné financie týchto krajín boli v dobrej kondícii, nevykazovali žiadne problémy, nakoľko ich rozpočty boli v predkrízových rokoch prebytkové.

Medzinárodná investičná aktivita do tohto regiónu od 90-tych rokov bola spôsobená podobne ako v prípade Mexika rozsiahlou dereguláciou a internacionalizáciou kapitálových trhov, rastúcimi zahraničnými obchodnými transakciami vo všetkých ázijských krajinách a privatizáciou. Nemalú úlohu taktiež zohral úrokový diferenciál – čiže na jednej strane vysoké domáce úrokové miery, na druhej strane nízke sadzby v USA, Japonsku a Nemecku. To viedlo prevažne k prílevu krátkodobého špekulatívneho kapitálu. Prílev priamych zahraničných investícií do týchto krajín vzrástol z 50 mld. USD v roku 1991 na 250 mld. USD v roku 1996 (Allen, 2009).

Za hlavný nedostatok a slabinu vyššie uvedených ekonomík je možné považovať slabý bankový sektor v kombinácii so silným prílivom zahraničného kapitálu. Problémom bol nedostatočný dohľad bankového sektoru, slabá kontrola úverových projektov a ich návratnosti (Helísek, 2008).

Počas prvej fázy krízy (leto 1997) sa do najväčších problémov dostalo Thajsko. Došlo k spomaleniu exportu a rastu reálneho HDP. Krajina mala problémy s toxickými aktívami a došlo k uzatvoreniu 16 bánk. Neustále rastúci tlak na domácu menu sa podarilo krátkodobo odvracať, ale dochádzalo k úbytku devízových rezerv. Situácia vyústila do zavedenia

¹ Medziročné tempo rastu reálneho HDP sa pohybovalo v intervale 5 – 10 %, deficit BÚ PB 3 – 4 % HDP.

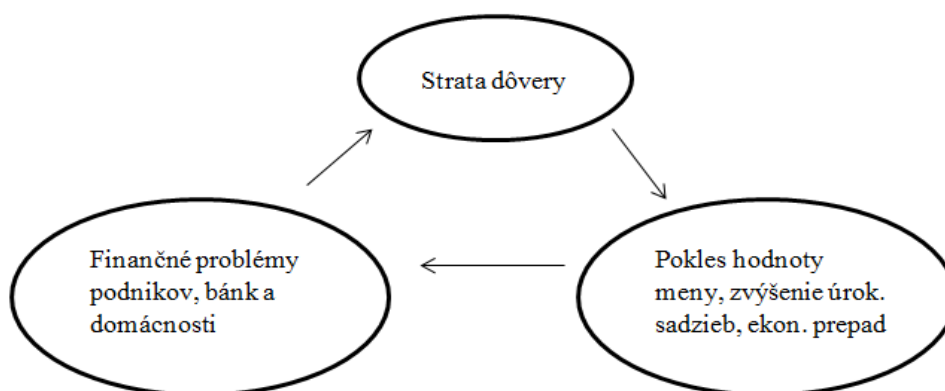
floatingu v júli 1997. Následne sa začala riešiť medzinárodná finančná pomoc Thajsku, ktorá sa vyšplhala na 17,2 mld. USD (Helísek, 2008).

Počas druhej fázy (jeseň 1997) bola najviac postihnutá Južná Kórea. Krajina mala problémy so slabým bankovým sektorom a vysokým krátkodobým zahraničným dlhom. Existovala tu vysoká nedôvera zahraničných investorov, ktorá viedla k odlivu kapitálu. Táto nedôvera pretrvávala aj po poskytnutí pomoci od MMF vo výške 58,4 mld. USD. Došlo k reštrukturalizácii kórejského dlhu vo výške 22 mld. USD a boli uzatvorené ďalšie dohody o finančnej pomoci Kórei. To viedlo k stabilizácii situácie a zastaveniu depreciaácie začiatkom marca 1998 (Helísek, 2008).

Počas tretej fázy (jar 1998) došlo o obnoveniu vln znehodnocovania menových kurzov. Nevýrazný hospodársky rast, začiatok recesie v Japonsku, menová kríza v Rusku viedli k opätovnej a zvyšujúcej sa nedôvere k ázijskému regiónu (Helísek, 2008).

Priebeh ázijskej krízy popísaný vyššie v rámci jednotlivých fáz názorne ilustruje Krugman (2009). Ide o schému zobrazujúcu proces, ku ktorému dochádzalo vo všetkých postihnutých ázijských ekonomikách.

Obr. č. 2.1: Začarovaný kruh finančnej krízy



Zdroj: Krugman (2009, s. 78)

Súčasťou ázijskej menovej krízy bola aj kríza banková, ktorá bola vyvolaná predovšetkým úpadkami v podnikateľskej sfére (dôsledok nárastu nákladov na splatenie zahraničných záväzkov a taktiež nárastu úrokových sadzieb) a tým pádom došlo k vyostreniu problémov nedobytných úverov. Dvořák (2008) uvádza, že dopad ázijskej finančnej krízy bol

umocnený niekoľkými výraznými rysmi. Išlo o neočakávanosť, panickú reakciu investorov, globálny charakter a úzke prepojenie menových, bankových a dlhových problémov ázijských ekonomík.

2.1.3 Ruská kríza (1998 – 1999)

Ruská finančná kríza predstavovala negatívny šok, ktorý postihol nielen celú skupinu novo vznikajúcich tržných ekonomík, ale do veľkej miery bol citeľný aj na finančných trhoch vyspelých ekonomík. Séria opatrení, ktorú uskutočnila ruská vláda začiatkom roku 1998, ako napr. devalvácia rubľu a jednostranná reštrukturalizácia ruského dlhu, predstavovali veľké prekvapenie. Viedlo to k tomu, že finančné trhy začali prehodnocovať riziko investovania v celej skupine novo vznikajúcich tržných ekonomík (Jonáš, 2000).

Helísek (2008) tvrdí, že ruské národné hospodárstvo sa na rozdiel od vyššie uvedených fundamentálne zdravých ekonomík všeobecne stretávalo s nepriaznivou ekonomickou situáciou. Hlavné problémy súviseli s vysokým deficitom federálneho rozpočtu, infláciou, problémami s bankovou sústavou a neustálym poklesom HDP.² Na Rusko mala negatívny vplyv taktiež ázijská kríza v spojení so zhoršením ruského exportu (hlavne ropy) a vo zvýšení všeobecnej nedôvery zo strany investorov.

Jonáš (2000) uvádza, že začínajúce tlaky na znehodnotenie kurzu rubľu sa začali prejavovať už koncom roku 1997, pričom boli spojené s odlivom kapitálu z krajiny. Proti tomuto neustále rastúcemu tlaku na menu bojovala ruská centrálna banka prostredníctvom vyšších úrokových sadzieb. Avšak táto politika zhoršovala a vyostrovala už aj tak problematickú situáciu vládneho dlhu. Dospelo to až k poskytnutiu finančnej pomoci od MMF v júli 1998, ktorá sa pohybovala na úrovni 22,6 mld. USD.

Na začiatku augusta 1998 odmietol ruský parlament sériu zákonov reformujúcich sociálny a daňový systém, avšak už v polovici augusta bolo presadených sedem opatrení ruskej vlády a centrálnej banky. Došlo k premene krátkodobých pokladničných poukázok na dlhodobé, realizovalo sa jednostranné opatrenie v podobe 90 dňového moratória na splácanie zahraničných dlhov. Ďalšie opatrenia sa týkali zaistenia stability, napr. medzibankových platieb, sprísneniu odlivu peňazí do zahraničia, a pod.

² V roku 1997 bol deficit štátneho rozpočtu 7 % HDP, inflácia bola na úrovni 15 %.

Opatrenia boli nedostatočné a z toho dôvodu už na začiatku septembra 1998 došlo k zavedeniu floatingu. Z vyššie opísaného priebehu krízy je zrejmé, že v Rusku došlo k spojeniu dlhovej, bankovej a menovej krízy. Avšak na rozdiel od predchádzajúcich skúmaných kríz, MMF odmietol uvoľňovať Rusku ďalšie úvery vzhľadom na existenciu pochybností o ochote Ruska akceptovať odporúčania zo strany MMF. Veľké množstvo finančných inštitúcií, ako napr. hedžové fondy utrpeli výrazné straty. Straty z nedobytných pohľadávok niesli plne súkromní veritelia, pretože neboli prenesené na MMF (Jonáš, 2000).

2.1.4 Brazílska kríza (1999)

Helísek (2008) konštatuje, že stav brazílskej ekonomiky bol pred vypuknutím krízy rozporuplný. Pred krízou dochádzalo k rastu HDP, krajina úspešne bojovala s infláciou a deficit bežného účtu platobnej bilancie sa v predkrízových rokoch pohyboval na únosnej úrovni. Problémom Brazílie bol však predovšetkým vysoký a rastúci rozpočtový deficit. Jeho štruktúra bola negatívna, pretože bol tvorený prevažne vysokým podielom krátkodobých záväzkov a až 60 % z nich bolo úročených pohyblivou úrokovou sadzbou. Zahraničné zadĺženie predstavovalo taktiež významný problém.

Brazílska ekonomika bola považovaná za veľmi zraniteľnú voči strate zahraničnej dôvery a odlivu zahraničného kapitálu z krajiny. To sa prejavilo naplno na prelome augusta a septembra 1998, kedy došlo k rapidnému odlivu zahraničného kapitálu z krajiny vo výške 30 mld. USD. Za tento odliv nemohla ani tak nepriaznivá situácia brazílskej ekonomiky, ako skôr nedôvera investorov pretrvávajúca v dôsledku krízy v Rusku (Jonáš, 2000).

V dôsledku začínajúcej sa menovej krízy sa vláda obrátila so žiadosťou o pomoc na MMF. Ten sa rozhodol úver poskytnúť predovšetkým z dôvodu obavy šírenia sa nedôvery aj do ostatných krajín Latinskej Ameriky. Výška pomoci sa pohybovala na úrovni 18,1 mld. USD. Odliv kapitálu najskôr viedol k devalvácii meny a k rozšíreniu fluktuačného pásma, neskôr až k uvoľneniu kurzov a nastoleniu floatingu.

Brazília pristúpila k vzniknutej situácii veľmi zodpovedne. Menová kríza spojená s opustením fixných kurzov dopomohli k politickej priechodnosti potrebných fiškálnych opatrení. Došlo k menovej reštrikcii, zvýšeniu úrokových sadzieb s cieľom zastavenia odlivu kapitálu a krajina prešla k cieleniu inflácie. Všetky tieto kroky viedli k rýchlemu obnoveniu dôvery zo strany investorov a tým bol odliv kapitálu zastavený (Jonáš, 2000).

Kríza však nemala na brazílske národné hospodárstvo závažný vplyv a dopad. Reštriktívna menová politika zabrzдила inflačné dopady, po krátkej dobe mohla centrálna banka začať opätovne znižovať úrokové sadzby. To sa všetko prejavilo pozitívne na raste HDP, ktorý rástol jednopercenčným tempom. Táto kríza sa negatívne neprejavila ani v rámci bankového sektoru, pretože už po kríze v Mexiku v roku 1995 dochádzalo k postupnej reštrukturalizácii bánk, ktorá bola spojená so vstupom zahraničných investorov a zavedením kontrolných štandardov (Helísek, 2008).

Jonáš (2000) tvrdí, že napriek omnoho rýchlejšiemu zostaveniu sa brazílskej ekonomiky z krízy a aj napriek obmedzenému dopadu udalostí v Brazílii na ostatné ekonomiky, táto kríza prispela k ďalšiemu odloženiu obnovy prílivu kapitálu do novo vznikajúcich tržných ekonomík. Avšak v porovnaní s krízou v Ázii alebo Rusku bol efekt nákazy veľmi mierny a katastrofické scenáre sa nenaplnili.

Prvá podkapitola bola venovaná teoretickému vymedzeniu a definovaniu pojmu kríza. Krízy boli rozdelené na menové, bankové, dlhové a systémové finančné krízy. Následne bol v krátkosti opísaný priebeh zvolených kríz, konkrétne išlo o mexickú, ázijskú, ruskú a brazílsku krízu. Nasledujúca podkapitola bude venovaná teórii optimálnych menových oblastí.

2.2 Teória optimálnych menových oblastí

Nakoľko je praktická časť diplomovej práce venovaná okrem iného aplikácii teórie optimálnej menovej oblasti prostredníctvom indexu OCA na krajiny PIIGS, je potrebné si v krátkosti načrtnúť historický vývoj tejto teórie. Práve tejto problematike bude venovaná druhá časť prvej kapitoly.

Hospodárska a menová únia (EMU) je vo všeobecnosti jedným zo základných a najvyšších stupňov ekonomickej integrácie a zároveň je z ekonomického hľadiska považovaná za „*logický následok vývoja smerom k jednotnému vnútornému trhu a objektívne jeden z najvýznamnejších politických pilierov na ceste k jednotnej Európe*“ (Zahradník, 2003, s. 97, preklad autora). Mnohými zástancami je považovaná za jeden z najväčších úspechov Európskej únie. Avšak stále je potrebné myslieť na to, že „*euro a jeho dnešná existencia je*

omnoho viac výsledkom politickej vôle ako ekonomickej logiky“ (Lacina a Rusek, 2007, s. 63, preklad autora).

Konvergenciu môžeme z ekonomického hľadiska definovať ako „zmenšujúce sa (pri opačnom pohybe sa hovorí o divergencii) rozdiely v životnej úrovni a sprostredkované i v ekonomickej úrovni a hospodárskej výkonnosti jednotlivých štátov, krajín, prípadne ich regiónov“ (Nachtigal a Tomšík, 2002, s. 9, preklad autora).

Ako uvádza Šikulová (2006), všetky krajiny, ktoré chcú pristúpiť do EMU, musia splniť záväzok dosiahnutia určitej úrovne nominálnej konvergenencie. Táto povinnosť predstavuje splnenie maastrichtských kritérií³, ktoré predstavujú jediné oficiálne podmienky pre vstup do eurozóny. Je potrebné si však uvedomiť, že okrem nominálnych konvergenčných kritérií existujú aj kritéria reálnej konvergenencie. Tieto reálne kritéria vyplývajú práve z teórie optimálnej menovej oblasti, ktorej historický vývoj si teraz uvedieme.

Pri snahe o definovanie teórie optimálnej menovej oblasti (optimum currency area – OCA) je potrebné vychádzať z viacerých uhlov pohľadu, pričom v konečnom dôsledku dochádza k ich spojeniu v jeden celistvý celok. Šikulová (2006) tvrdí, že teória optimálnej menovej oblasti je teóriou, ktorá sa zaoberá skúmaním podmienok, za akých by sa mali krajiny pripojiť do menovej integrácie a aké sú prínosy a náklady účasti na tomto integračnom procese. Kučerová (2005) uvádza, že ide o teóriu zaoberajúcu sa vzťahom medzi štátmi, regiónmi a ich menami. Krugman (2009) konštatuje, že OCA teória poskytuje obraz hovoriaci o tom, ktorá zo skupiny krajín získa alebo stratí fixáciou ich vzájomných menových kurzov. DeGrauwe (2005) píše, že teóriu OCA je možné aplikovať aj na skúmanie podmienok, ktoré motivujú jednotlivých členov toto integračné zoskupenie opustiť.

Náklady a výnosy členstva v hospodárskej a menovej únii boli do súčasnosti už veľmi rozsiahlo analyzované v mnohých literatúrach. Avšak teoretické základy hospodárskych a menových únií je možné objaviť už v 60-tych rokoch minulého storočia. Ide práve o teóriu optimálnej menovej oblasti publikovanú Mundellom, McKinnonom a Kenenom (Darvas a Szapáry, 2006).

Ako uvádza Mongelli (2002) a Kučerová (2005), je možné rozlišovať štyri základné vývojové fázy teórie optimálnej menovej oblasti. Konkrétne ide o priekopnícku fázu, fázu

³ Pre maastrichtské kritéria viď Záhradník (2003, s. 148).

zmierenia, fázu prehodnocovaciú a empirickú fázu. Význam prvej priekopníckej fázy (60-te roky 20. storočia) spočíva v snahe o definovanie OCA a analýze výnosov a nákladov vyplývajúcich z členstva v menovej únii. Za vlastnosti OCA považujú predstavitelia prvej fázy „mobilitu pracovnej sily, cenovú a mzdovú flexibilitu, otvorenosť ekonomiky, diverzifikáciu produkcie a spotreby, podobnosť mier inflácie a fiškálnu a politickú integráciu“ (Mongelli, 2002, s. 5, preklad autora). Predstavitelia fázy zmierenia (70-te roky 20. storočia) sa zamerali na hlbšiu analýzu kritérií OCA so snahou zmerať ich relatívnu dôležitosť a odstrániť sporný charakter medzi jednotlivými kritériami. Prvé dve fázy reprezentujú pôvodnú teóriu OCA a niekedy sa o nich hovorí ako o „tradičnej teórii optimálnej menovej oblasti“ (Kučerová, 2005, s. 9, preklad autora). Ďalšie napredovanie teórie OCA v nasledujúcej dekáde ubralo na intenzite. K postupnému oživeniu dochádza až v polovici 80-tych rokov a to prevažne z dôvodu prehlbujúcej sa európskej integrácie a snahe o vytvorenie spoločnej európskej meny. Toto obdobie môžeme nazvať prehodnocovacou fázou a je charakteristické snahou o empirické a teoretické zdokonalenie teórie OCA, snahou o stanovenie vhodného načasovania či rozsahu veľkosti OCA. Z dôvodu veľkého množstva nových poznatkov zapracovaných do teórie OCA „sa v tejto súvislosti hovorí o tzv. novej teórii optimálnej menovej oblasti“ (Kučerová, 2005, s. 10, preklad autora). V rámci poslednej empirickej fázy dochádza k detailnému empirickému skúmaniu s cieľom zistiť, aký vplyv má menová integrácia na jednotlivé členské krajiny. Z tohto dôvodu boli vyslovené dve hypotézy – hypotéza endogénneho charakteru kritérií OCA vs. hypotéza špecializácie.

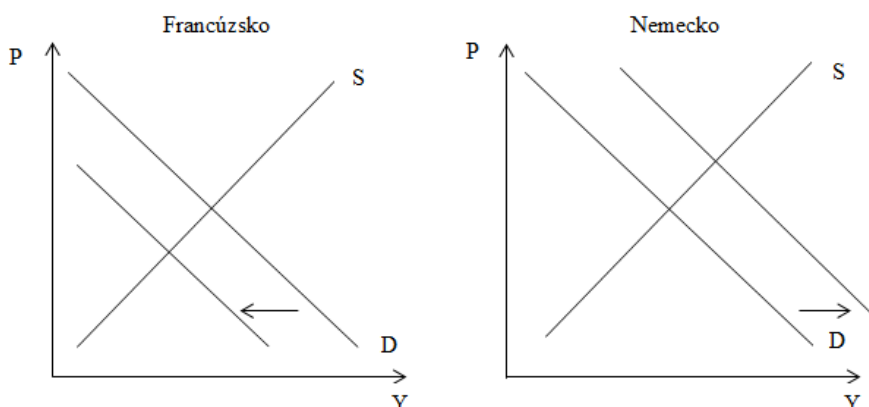
2.2.1 Tradičná teória optimálnej menovej oblasti

2.2.1.1 Príspevok Roberta A. Mundella

Robert A. Mundell je považovaný za otca teórie OCA. Vo svojej práci A Theory of Optimum Currency Areas, ktorá bola publikovaná v roku 1961, sa snaží definovať pojem OCA. Mundell definuje „menovú oblasť ako územie s fixným menovým kurzom“ (Foresti a Pasquale, 2007, s. 3, preklad autora), pričom OCA je určená vnútornou mobilitou a vonkajšou imobilitou výrobných faktorov. Vo svojej teórii zvolil špecifický prístup, v rámci ktorého sa zaoberal podmienkami, ktoré musí krajina splniť, aby mohla zaviesť fixný kurz (Kučerová, 2005).

Ako uvádza DeGrauwe (2005), Mundell uvažuje vo svojom modelovom príklade o existencii dvoch krajín. Ide o Francúzsko a Nemecko, ktoré tvoria menovú úniu so spoločnou menou a centrálnou bankou. Zároveň dochádza k nečakanému presunu dopytu, ktorý predstavuje asymetrický dopytový šok. Mundell pri písaní svojej práce vychádzal z keynesiánskych predpokladov.

Graf. č. 2.1: Dopytový asymetrický šok



Zdroj: DeGrauwe (2005, s. 6)

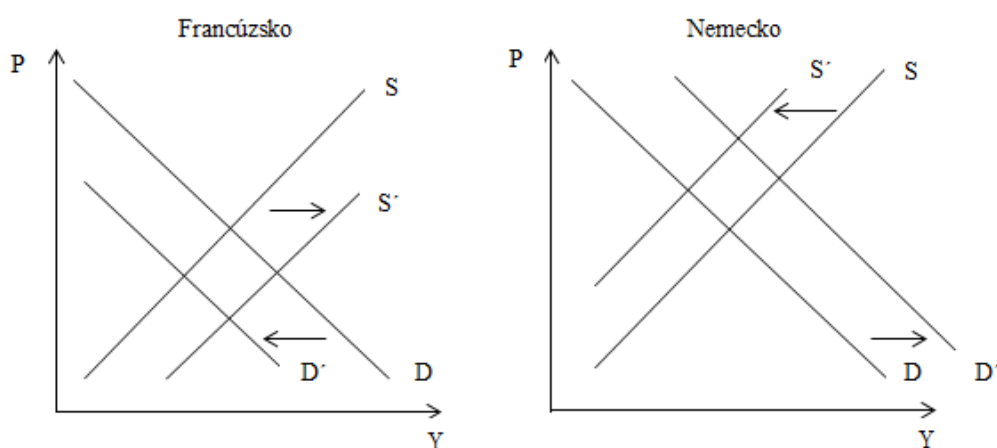
Graf č. 2.1 názorne analyzuje situáciu, kedy dôjde k asymetrickému dopytovému šoku.⁴ Tento šok sa prejaví v oboch ekonomikách. Vo Francúzsku dôjde k poklesu agregátneho dopytu a zároveň aj k jeho rastu v Nemecku. Z tohto dôvodu na jednej strane bude rásť nezamestnanosť a deficit obchodnej bilancie vo Francúzsku a na druhej strane poklesne nezamestnanosť a vznikne prebytok obchodnej bilancie v Nemecku (Lacina, 2007).

Kučerová (2005) píše, že ak sa uvažuje o situácii flexibilných menových kurzov, došlo by k nastoleniu rovnováhy prostredníctvom deprecie meny. To by viedlo k relatívnemu zlacneniu francúzskej produkcie a došlo by k opätovnému presunu dopytu.

Nakoľko krajiny tvoria menovú úniu, nemôžu na nastolenú nerovnováhu reagovať prostredníctvom monetárnej ani kurzovej politiky. Existujú však automaticky pôsobiace vyrovnávajúce mechanizmy – mobilita pracovnej sily a flexibilita miezd, ktoré umožňujú opätovný návrat na úroveň rovnováhy oboch krajín (DeGrauwe, 2005). Túto situáciu znázorňuje graf 2.2.

⁴ Spúšťacím mechanizmom dopytového šoku môže byť napr. zmena preferencií spotrebiteľov.

Graf č. 2.2: Pôsobenie automatických vyrovnávajúcich mechanizmov



Zdroj: DeGrauwe (2005, s. 7)

Ak sa bude uvažovať o dostatočnej mobilite pracovnej sily, tak sa nezamestnaná pracovná sila z Francúzska presunie do Nemecka, kde pokryje aktuálnu potrebu trhu. Tým sa znížia vo Francúzsku náklady spojené so zvládnutím krízy predovšetkým z pohľadu fiškálnych transferov nezamestnaným.

Vysoká flexibilita miezd zabezpečí, že vo Francúzsku bude v dôsledku rastúcej nezamestnanosti dochádzať k poklesu mzdových požiadaviek. Naopak v Nemecku bude v dôsledku rastúceho dopytu po pracovnej sile dochádzať k rastu mzdových požiadaviek. Tento proces povedie v Nemecku k rastu nominálnych miezd a vo Francúzsku dôjde k postupnému zníženiu cien stimulujúcich domáci dopyt. Zvýši sa konkurencieschopnosť francúzskej produkcie voči nemeckej a tým dôjde k rastu exportu a situácia v oboch krajinách sa dostane na pôvodnú úroveň.

Nový Mundellov model optimálnej menovej oblasti

Nové Mundellove myšlienky ohľadom OCA boli publikované začiatkom 70-tych rokov 20. storočia. Mundell vo svojich úvahách upustil od keynesiánskeho predpokladu statických očakávaní a začal sa zameriavať na problematiku kurzového rizika. V pôvodnej teórii Mundell tvrdil, že asymetrické šoky oslabujú argumenty v prospech fixných kurzov. V práci *Uncommon Arguments for Common Currencies* (1973) svoj postoj mení a dokazuje, že vytvorenie spoločnej meny môže mať na jednotlivé ekonomiky menovej únie pozitívny vplyv. Prostredníctvom diverzifikácie portfólia a vďaka spoločným devízovým rezervám

dokázu krajiny zmierniť dopady asymetrických šokov. V druhej práci A Plan for European Currency (1973) zverejňuje svoje postoje k vytvoreniu spoločnej meny v Európe. Presadzoval, aby sa európske meny prepojili fixnými kurzami (Kučerová, 2005).

Na základe vyššie vysvetlenej a popísanej Mundellovej teórie OCA je zrejmé, že Mundell vytvoril dva modely. V prvom – rannom modeli Mundell preferuje existenciu pohyblivých kurzov ako spôsob vyrovnania sa s asymetrickým dopytovým šokom. Ranný model je založený na keynesiánskych predpokladoch, od ktorých nový model upúšťa. V novom modeli Mundell preferuje vytvorenie menovej únie a existenciu pevných kurzov.

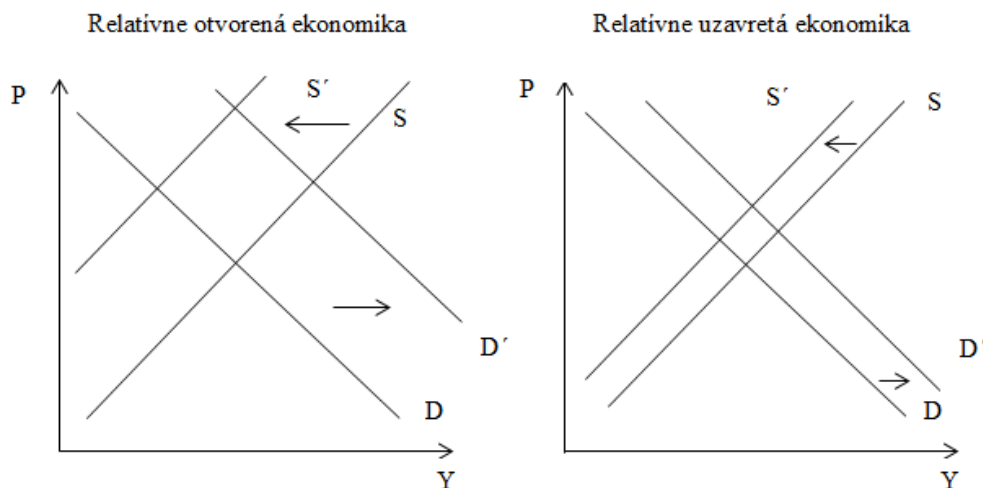
2.2.1.2 Príspevok R. I. McKinnona

Courchene (2000) uvádza, že McKinnonova teória OCA prináša kľúčový prínos pre rozvoj samotnej teórie. Podľa McKinnona nie je mobilita pracovnej sily a faktorov dostačujúcou podmienkou optimálnej menovej oblasti. Z tohto dôvodu sa zaoberal otvorenosťou ekonomiky, ktorú definoval ako „*pomer obchodovateľného a neobchodovateľného tovaru, ako rozhodujúce kritérium optimálnych menových oblastí*“ (Horváth, 2003, s. 1, preklad autora). Ak veľkú časť z tohto pomeru tvorí obchodovateľný tovar a neobchodovateľné tovary tvoria len malú časť, nie je možné ovplyvniť cenu tovaru prostredníctvom zmeny kurzu. Cena obchodovateľného tovaru je daná pôsobením dopytu a ponuky na svetovom trhu. Na základe toho je zrejmé, že kurzová politika stráca na význame, čo sa týka ovplyvňovania konkurencieschopnosti domácej produkcie. Z tohto dôvodu McKinnon tvrdí, že čím viac je národné hospodárstvo otvorené, tým viac sa bude prikláňať k fixným kurzom. Flexibilné kurzy sú výhodou pre uzavreté ekonomiky (Kučerová, 2005).

Pre názornosť situácie popísanej vyššie bude následne uvedená analýza vplyvu znehodnotenia meny na zmeny agregátnej ponuky a dopytu. Budú uvažované dve extrémne situácie, konkrétne otvorená a uzavretá ekonomika. Z grafu 2.3 je zrejmé, že znehodnotenie meny má vyšší dopad na agregátny dopyt v relatívne otvorenej ekonomike a taktiež v nej dochádza aj k výraznejšiemu zníženiu agregátnej ponuky. Taktiež nie je možné jasne určiť, aký bude mať znehodnotenie meny vplyv, ale je viditeľný rozdielny dopad na cenovú hladinu (Lacina, 2007). Ako tvrdí Šikulová (2006), s rastúcou otvorenosťou ekonomiky sa flexibilné kurzy stávajú menej účinnými vo vzťahu k zabezpečovaniu vonkajšej rovnováhy a zároveň sú

škodlivejšími pre cenovú stabilitu. S vyššou otvorenosťou dochádza aj k vyšším úsporám transakčných nákladov a väčším úžitkom z redukcie menového rizika.

Graf č. 2.3: Vplyv znehodnotenia meny vo vzťahu k otvorenosti ekonomiky



Zdroj: DeGrauwe (2005, s. 59)

2.2.1.3 Príspevok P. B. Kenena

Horváth (2003) uvádza, že Kenen navrhuje ako rozhodujúce kritérium OCA diverzifikáciu produkcie. Je potrebné si uvedomiť, že čím „diverzifikovanejšia je sortimentná skladba krajiny a zvlášť čím diverzifikovanejší je export, tým menšia je pravdepodobnosť výskytu nepriaznivých šokov, a teda aj potreba prispôsobiť výmenný kurz“ (Šikulová, 2006, s. 15, preklad autora). Ak má krajina dostatočne diverzifikovanú a širokú sortimentnú produkciu, je schopná vyvážať veľké množstvo týchto výrobkov. Na trhoch každého z výrobkov môže dochádzať k rôznym šokom, napríklad v dôsledku zmeny dopytu, preferencií či technológií. Pretože tieto šoky a poruchy vznikajú na sebe nezávislých trhoch, sú aj tieto výrobky navzájom medzi sebou nezávislé. Ekonomika tak môže na jednej strane čeliť výpadku či poklesu dopytu po niektorom z celej škály exportovaných tovarov, no na druhej strane môže dôjsť k zvýšeniu dopytu po inom tovare. Diverzifikácia produkcie odzrkadľujúca sa v diverzifikácii exportovanej produkcie pomáha predchádzať nutnosti častých zmien v zmenných pomeroch prostredníctvom zmeny nominálneho menového kurzu (Kučerová, 2005).

Diverzifikácia produkcie tak „znižuje negatívne efekty asymetrických šokov na ekonomiku, a preto je režim fixného kurzu najvhodnejší, alebo aspoň najmenej nevhodný pre ekonomiky s diverzifikovanou produkciou“ (Kučerová, 2005, s. 26, preklad autora). Na druhej strane by mali krajiny s málo diverzifikovanou produkciou voliť režim plávajúcich kurzov a to z dôvodu, aby mohli v prípade asymetrického šoku využiť zmeny zmenných relácií úpravou menového kurzu na obnovenie rovnováhy v ekonomike.

2.2.1.4 Ostatné kritéria optimálnej menovej oblasti

Predchádzajúci text bol určený tradičnej teórii OCA a kritériám OCA, ktoré považovali jednotliví autori za kľúčové. Mundell (1961) považoval za kritérium OCA mobilitu faktorov, McKinnon (1963) tvrdil, že hlavným kritériom je otvorenosť ekonomiky a nakoniec Kenen (1969) uvádzal ako hlavné kritérium diverzifikáciu produkcie. Ako však uvádza Mongelli (2002) alebo Kučerová (2005), existujú aj ďalšie kritéria OCA. Pre zaujímavosť si ich uvedieme. Ide konkrétne o:

- podobnosť dopytových a ponukových šokov a hospodárskych cyklov krajín menovej únie,
- stupeň politickej integrácie,
- podobná miera inflácie krajín menovej únie,
- integrácia finančných trhov,
- fiškálne transfery,
- cenová a mzdová flexibilita.⁵

⁵ Jednotlivým kritériám sa podrobnejšie venuje Mongelli (2002, s. 8) prípadne Kučerová (2005, s. 27).

2.2.2 Endogénny charakter kritérií optimálnej menovej oblasti

2.2.2.1 Príspevok Frankela a Roseho

V minulosti sa mnohí ekonómi skúmajúci kritéria OCA zaoberali analýzou historických dát. Je potrebné si však uvedomiť, že „*analýza historických dát poskytuje zavádzajúce informácie o vhodnosti vstupu krajiny do menovej únie, pretože kritéria definované teóriou OCA sú endogénne*“ (Kučerová, 2005, s. 57, preklad autora). Štruktúra národných hospodárstiev sa neustále v čase mení. Krajiny nemusia spĺňať kritéria OCA pred vstupom do menovej únie, ale môže dôjsť k ich plneniu počas členstva v menovej únii.

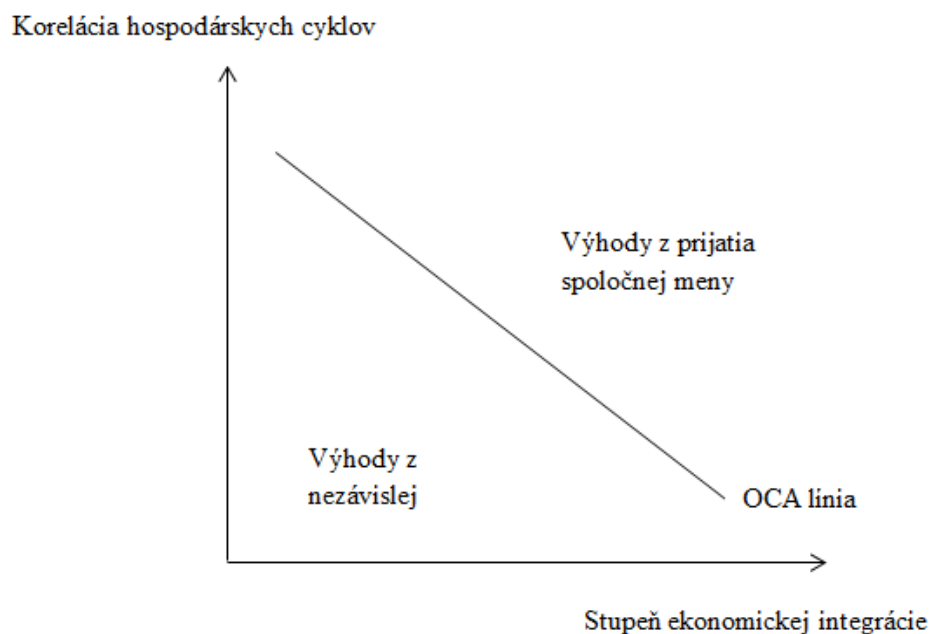
Kapounek a Lacina (2007) píše, že hypotéza endogenity je založená na existencii vzájomnej väzby medzi prehlbujúcou sa ekonomickou integráciou zúčastnených krajín v procese tvorby menovej únie a naplňovaním charakteristík OCA. Prijatie spoločnej jednotnej meny spôsobuje elimináciu významnej bariéry v medzinárodnom obchode a tým dochádza k prehĺbovaniu ekonomických väzieb zúčastnených krajín a následne aj k zladeniu ich hospodárskych cyklov. Frankel a Rose (1996) tvrdia, že korelácie hospodárskych cyklov členských krajín menovej únie závisia na ich obchodnej integrácii. Krajiny integrované v menovej únii obchodujú medzi sebou vo vyššej miere ako kedykoľvek predtým. Vo veľkej miere ide o vnútro odvetvový obchod.⁶ Spoločná mena taktiež odstraňuje možnosť konkurenčnej devalvácie a podporuje dlhodobú obchodnú spoluprácu a dôveru.

Vyššie opísaná situácia je graficky znázornená na grafe č. 2.4. Graf zachytáva vzťah medzi stupňom vzájomnej ekonomickej integrácie a koreláciou hospodárskych cyklov ekonomík menovej únie. Línia OCA rozdeľuje celý priestor na dve časti. Pravá časť zahŕňa v sebe krajiny, pre ktoré je výhodné prijať spoločnú menu.⁷ Ľavá časť reprezentuje krajiny, ktoré by si mali ponechať plávajúci kurz a nezávislú menovú politiku (Kučerová, 2005).

⁶ Vnútro odvetvový obchod zahŕňa v sebe exporty a importy rovnakého druhu tovaru medzi dvoma regiónmi či krajinami. Jeho podiel je vysoký vo vyspelých priemyselných krajinách (Kučerová, 2005).

⁷ Ide o krajiny s vysokou mierou korelácie hospodárskych cyklov alebo s vysokým podielom medzinárodného obchodu k HDP.

Graf č. 2.4: Symetria hospodárskych cyklov, medzinárodný obchod a spoločná mena



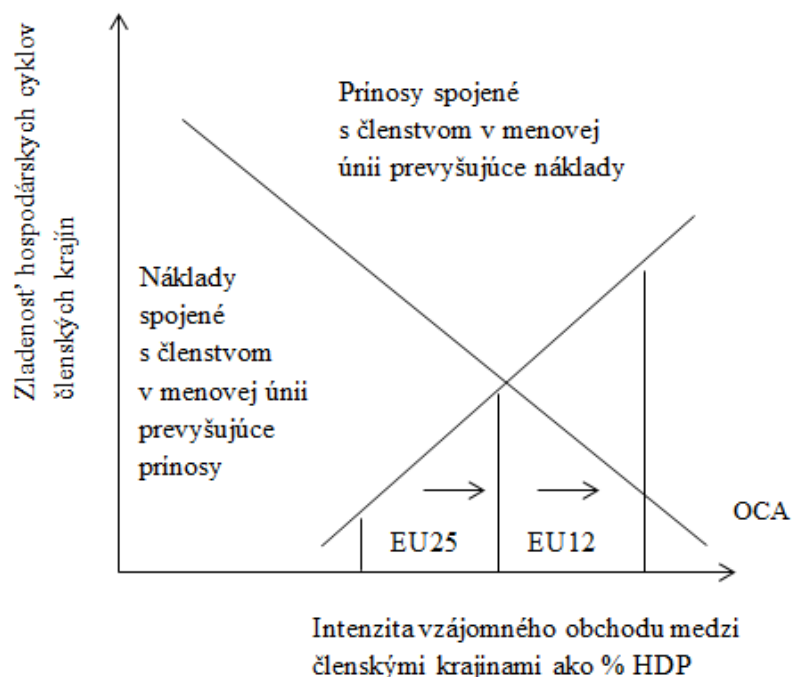
Zdroj: Frankel a Rose (1998) in Kučerová (2005, s. 58)

2.2.2.2 Príspevok Krugmana

Frankel a Rose vytvorili hypotézu, že korelácia hospodárskych cyklov jednotlivých členských krajín menovej únie závisí na veľkosti ich vzájomnej obchodnej výmeny, čiže na vzájomnej miere otvorenosti. Zároveň prehĺbovanie ekonomickej integrácie posilňuje dodatočné efekty spojené s využitím nových technológií, a tak pôsobí na zvyšovanie zladenosti hospodárskych cyklov (Frankel a Rose, 1996).

Nižšie uvedený graf č. 2.5 reprezentuje optimistický pohľad na prínosy/náklady spojené s členstvom v menovej únie. Táto hypotéza endogenity spočíva v tom, že rastúca ekonomická integrácia prináša vyššiu zladenosť hospodárskych cyklov, vid' vyššie. Krajiny uvažujúce o spoločnej ekonomickej integrácii sa nachádzajú spočiatku na bode 1. Postupnou prehĺbujúcou sa integráciou, napr. prostredníctvom vytvorenia spoločného vnútorného trhu sa krajiny posunú do bodu 2. Z tohto dôvodu sa zvýši aj korelácia hospodárskych cyklov. Ak sa krajiny rozhodnú pokračovať v integrácii, dôjde k vytvoreniu spoločnej meny a menovej únie a ekonomiky sa posunú do bodu 3 na uvedenom grafe. Opätovne dôjde k zvýšeniu korelácie hospodárskych cyklov (Kučerová, 2005).

Graf č. 2.5: Hypotéza endogenity procesu menovej integrácie

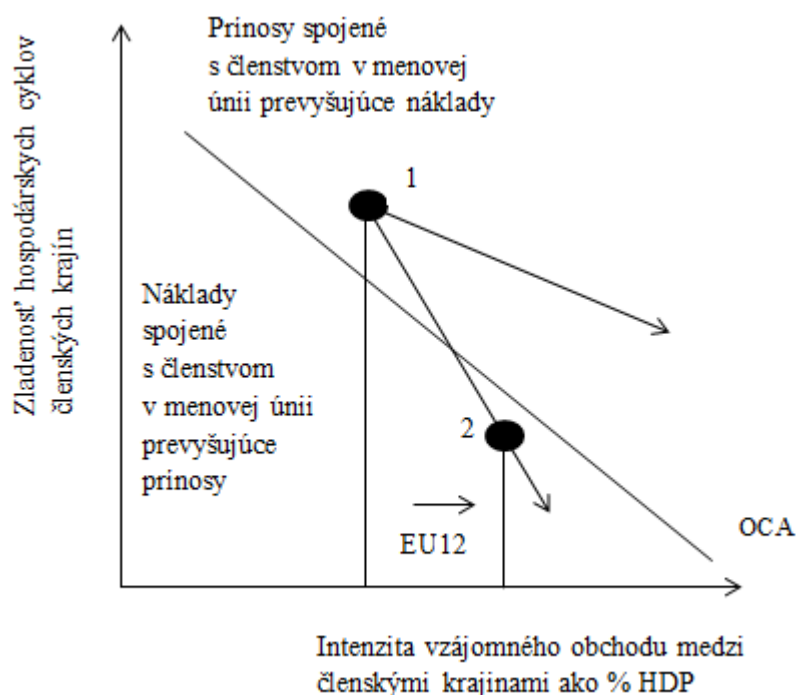


Zdroj: DeGrauwe a Mongelli (2005) in Lacina (2007, s. 119)

Krugmanova hypotéza špecializácie spočíva v presne opačnom názore. Tvrdí, že hospodárske cykly a šoky sa môžu stať idiosynkratickými, pretože krajiny sa v dôsledku zníženia transakčných nákladov a rastu vzájomného obchodu začnú špecializovať na produkciu výrobkov s komparatívnou výhodou. V menovej únii dochádza k čoraz menšej diverzifikácii produkcie a z toho dôvodu sa krajiny stávajú viac citlivejšími na prípadné šoky v danom odvetví. Z tohto dôvodu je potvrdená hypotéza špecializácie a dôjde k divergencii hospodárskych cyklov (Kučerová, 2005).

Vyššie popísanú situáciu názorne vyjadruje graf č. 2.6. Je zrejmé, že v prípade platnosti Krugmanovej hypotézy by proces prehlbovania ekonomickej integrácie viedol k rastu nákladov pre subjekty zúčastňujúce sa tejto integrácii. V extrémnom prípade by mohla nastať situácia, že všetky krajiny tvoriace OCA by sa v jednom momente dostali mimo ňu (Lacina, 2007). Z grafu je taktiež čitateľné, že krajina neplniaca podmienky OCA pred vstupom do menovej únie ich nebude plniť ani po prijatí spoločnej meny.

Graf č. 2.6: Krugmanova hypotéza špecializácie



Zdroj: DeGrauwe a Mongelli (2005) in Lacina (2007, s. 120)

Druhá podkapitola práce bola venovaná teórii OCA. Je potrebné si však uvedomiť, že existuje veľké množstvo ekonómov zaoberajúcich sa práve touto teóriou, avšak z hľadiska rozsahu nebolo možné popísať prínos každého jedného z nich. Z tohto dôvodu bol načrtnutý historický vývoj samotnej teórie OCA.⁸ Boli popísané prínosy najvýznamnejších predstaviteľov jednotlivých fáz. Pre úplnosť by mal byť predstavený aj prístup Bayoumiho a Eichengreena, ktorí skonštruovali OCA index. Nakoľko je predmetom poslednej kapitoly porovnávať krajiny prostredníctvom indexu OCA, je z hľadiska celistvosti vhodné definovať teoretický základ a konštrukciu samotného indexu až v empirickej časti.

⁸ Podrobnému vývoju teórie OCA sa venuje napr. Kučerová (2005) alebo DeGrauwe (2005).

2.3 Výnosy a náklady menovej integrácie z pohľadu teórie OCA

Hospodárska a menová únia je jedným z najvyšších stupňov ekonomickej integrácie. Toto integračné zoskupenie je okrem iného charakteristické vytvorením spoločnej meny, spoločnej centrálnej banky v spojení so spoločnou menovou politikou. Je potrebné ší však uvedomiť, že postupný hierarchický postup medzi jednotlivými stupňami je vykúpený cenou straty určitej národnej suverenity (Káňa, 2007).

Jednotlivé krajiny by mali pri rozhodovaní o pripojení sa k integračnému procesu zvážiť výnosy a náklady vyplývajúce z účasti na tomto akte. Z tohto dôvodu je potrebné uviesť analýzu samotných výnosov a nákladov členstva v menovej únii.

Model GG-LL

Úlohou modelu GG-LL je názorná grafická analýza nákladov a výnosov vyplývajúcich z menovej integrácie. Tento model bol prezentovaný Krugmanom v rámci jeho teórie špecializácie a môže byť aplikovaný na ktorúkoľvek ekonomiku (Krugman, 2009).

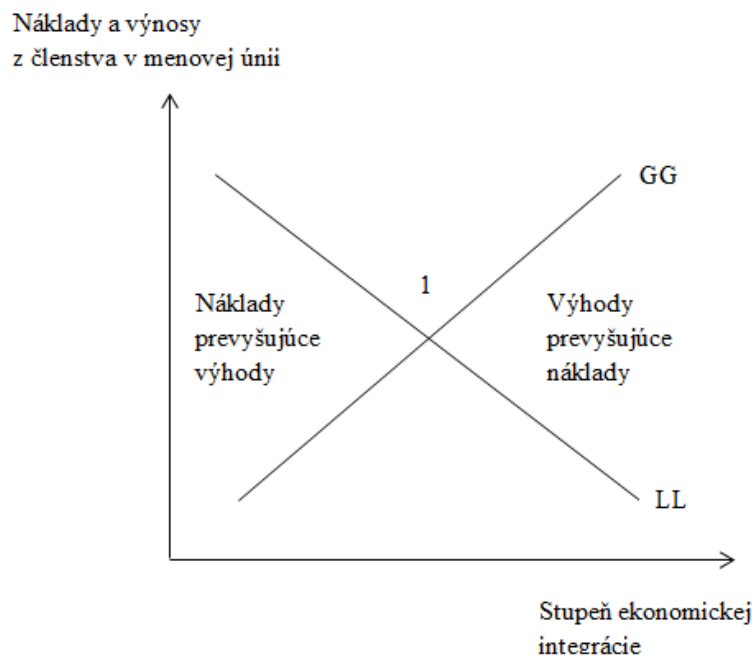
Krivku GG môžeme charakterizovať ako krivku reprezentujúcu výnosy z menovej integrácie a má rastúci charakter. Ako uvádza Krugman (2009), fixné kurzy sú výhodnejšie pre integrované krajiny z dôvodu podpory a rastu objemu medzinárodného obchodu, transakcií či investícií.

Menová integrácia so sebou nenesie len výnosy, ale aj náklady. Práve úlohou krivky LL je zobrazovať náklady menovej integrácie a má klesajúci charakter. Krugman (2009) za náklady menovej integrácie považuje stratu autonómnej monetárnej politiky v spojení s nemožnosťou využitia menového kurzu ako nástroja ovplyvňujúceho výstup a zamestnanosti.

Kučerová (2005) tvrdí, že náklady a výnosy menovej integrácie sú závislé na samotnej úrovni integrácie.

Graf č. 2.7 reprezentuje model GG-LL a názorne vykresľuje náklady a výnosy vyplývajúce z menovej integrácie.

Graf č. 2.7: Model GG-LL

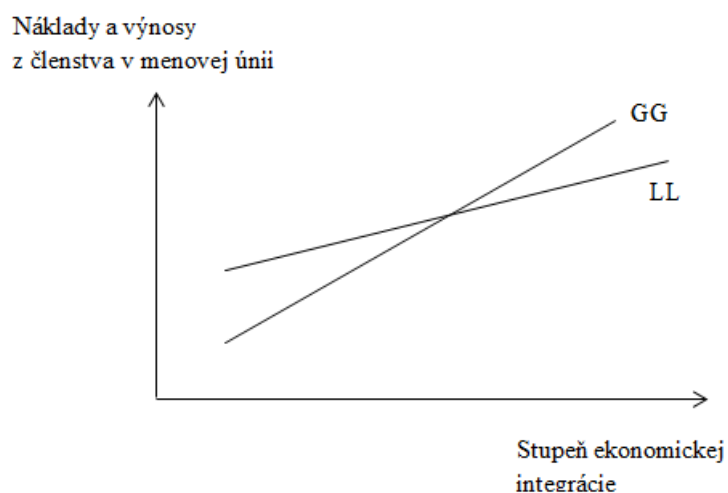


Zdroj: Krugman (2009, s. 579)

Krajina by sa logicky mala pripojiť k menovej únii, ak náklady z členstva budú nižšie ako výnosy. Ak sa krajina nachádza v modeli napravo od pôvodného priesečníka, je pre ňu výhodné pripojiť sa k menovej únii. A ak sa krajina nachádza naľavo od priesečníka, odporúča sa jej ponechať si vlastnú menu (Lacina, 2007).

Pre alternatívny pohľad na výnosy a náklady z členstva v menovej únii je potrebné uviesť poňatie vyplývajúce z Krugmanovej hypotézy špecializácie uvedenej vyššie. Z grafu 2.8 je zrejmé, že oproti pôvodnému modelu GG-LL sú krivky omnoho plochejšie.

Graf č. 2.8: Alternatívny model GG-LL



Zdroj: Obstfeld a Krugman (1994) in Kučerová (2005, s. 61)

Tretia podkapitola teoretickej časti bola určená nákladom a výnosom členstva v menovej únii z pohľadu teórie OCA, v rámci ktorej bol popísaný model GG-LL. Konkrétne dopady, prínosy a náklady zavedenia spoločnej meny nie sú v práci z dôvodu rozsahu uvedené.⁹

⁹ Pre podrobnejšie definovanie nákladov, výnosov a dopadov zavedenia spoločnej meny vid' Kučerová (2005), Mongelli (2002), Lacina a Rusek (2007).

2.4 Zhrnutie kapitoly

Úvodná teoretická kapitola je rozdelená do troch základných statí. Prvá podkapitola bola určená definovaniu pojmu kríza v spojení s rozdelením kríz na menové, bankové a dlhové. Jednotlivé druhy kríz boli taktiež bližšie špecifikované.

Druhá podkapitola bola venovaná teórii OCA. Je potrebné si uvedomiť, že túto teóriu je možné analyzovať z rôznych pohľadov. Vo všeobecnosti však skúma náklady a prínosy členstva krajiny v menovej únii, resp. skúma podmienky za akých je pre krajinu prospešné stať sa členom tohto integračného zoskupenia. Teória OCA sa delí na tradičnú teóriu a endogénnu teóriu. Medzi hlavných predstaviteľov tradičnej vetvy radíme otca teórie R. A. Mundella, R. I. McKinnona a P. B. Kenena. Predstavitelia endogénnej teórie OCA považovali kritéria OCA za endogénne. Frankel a Rose tvrdili, že korelácie hospodárskych cyklov jednotlivých krajín menovej únie závisia na objeme ich vzájomnej obchodnej výmeny. Čiže prehlbovanie ekonomickej integrácie vedie k rastu objemu obchodných transakcií a tým pôsobí na zvyšovanie korelácie hospodárskych cyklov. Celú túto situáciu opisovali prostredníctvom tzv. OCA línie. Krugman vyvrátil hypotézu Frankela a Roseho a definoval hypotézu špecializácie. V rámci nej potvrdil, že krajiny sa v dôsledku zníženia transakčných nákladov a rastu vzájomného obchodu budú špecializovať na produkciu výrobkov s komparatívnou výhodou. Z tohto dôvodu bude dochádzať k čoraz menšej diverzifikácii produkcie a krajiny budú citlivejšie na šoky v danom odvetví.

Posledná tretia podkapitola rozoberá prínosy a náklady členstva v menovej únii z pohľadu teórie OCA. V rámci nej bol definovaný Krugmanov GG-LL model, ktorý umožňuje veľmi názorne a ľahko graficky analyzovať náklady a výnosy spoločnej meny.

3 Dlhová kríza eurozóny

Singer (2010) píše, že zárodky všetkých kríz vznikajú v časoch, ktoré sú všeobecne považované za dobré. Práve v týchto dobrých časoch však dochádza k zvyšovaniu nepozornosti jednotlivých aktérov voči varovným signálom a zároveň sa oslabuje ich averzia k riziku. Z tohto dôvodu nie je súčasná kríza so svojimi jednotlivými fázami náhodnou udalosťou, ale je dôsledkom celej rady nahromadených nezdravých tendencií a zlých rozhodnutí z nedávnej minulosti.

Vyspelý svet prakticky už od roku 2007 bojuje s krízou, ktorá začala ako finančná kríza, pokračovala ako ekonomická recesia a napokon prešla do dlhovej krízy vlád. Samotná finančná kríza priniesla so sebou bezprecedentné udalosti. Prakticky zrušila systém amerického investičného bankovníctva, zanikli donedávna populárne typy finančných kontraktov a derivátov, či mala rozsiahly dopad na finančné trhy aj mimo USA. Kríza taktiež pomohla odhaliť inštitucionálne problémy eurozóny, pričom krízové procesy boli predznamenané hlbokými finančnými nerovnováhami v svetovej ekonomike, nesúmerným zadlžovaním sa niektorých krajín a príliš uvoľnenou monetárnou politikou, ktorá umožnila v niektorých štátoch vznik bublín na trhoch vybraných aktív. Kolískou finančnej krízy a globálnej recesie boli USA (Janáčková, 2010).

Finančná kríza sa začala prejavovať už začiatkom roku 2007, pričom postupne zasiahla finančné trhy na celom svete. Počiatočným javom bol kolaps na americkom hypotekárnom trhu, ktorý vyústil do pádu Lehman Brothers v septembri 2008. Táto kríza bola považovaná za najhoršiu od čias Veľkej hospodárskej krízy z roku 1929. Príčiny samotnej krízy však spadajú do obdobia prelomu tisícročia, kedy dochádzalo k veľkému rozmachu internetu, čo v konečnom dôsledku viedlo k vytvoreniu dot-com bubliny.¹⁰ K prasknutiu bubliny došlo začiatkom roku 2000 a tento moment je považovaný za počiatok finančnej krízy (Morris, 2009).

Po prasknutí bubliny a v dôsledku krachu a reštrukturalizácie mnohých podnikov FED znižoval úrokovú sadzbu až na úroveň 1 % v roku 2003.¹¹ Išlo o najnižšiu úrokovú sadzbu za posledného pol storočia. Táto úroveň úrokovej sadzby umožnila komerčným bankám

¹⁰ Bublina predstavuje situáciu, kedy dochádza k rastu cien aktív nad základné reálne ocenenie, pričom verejnosť verí v neustály budúci rast cien aktív. Dočasný nárast a následný pokles cien aktív je základným prvkom definujúcim charakteristiku bubliny (Roberts, 2008).

¹¹ Pre podrobný vývoj priemernej ročnej federálnej úrokovej sadzby viď príloha č. 1.

poskytovať lacné úvery, čo spôsobilo ich rapidný nárast, čo je možné podložiť na miere hypotekárneho zadĺženia, ktoré sa od roku 2000 do roku 2005 zvýšilo o 75 %. Hypotéky sa postupne začali poskytovať aj subjektom s nízkym kreditným ohodnotením a boli poskytované až do výšky 100 % hodnoty zastavenej nehnuteľnosti. Týmto spôsobom došlo k vytvoreniu hypotekárnej bubliny. Od roku 2004 Federálny rezervný systém (FED) pozvoľne zvyšoval úrokovú sadzbu s cieľom stabilizácie cenovej hladiny a bublina začala pomaly praskať. Ceny nehnuteľností začali rapídne klesať, banky začali nehnuteľnosti predávať, avšak príjmy z predaja týchto nehnuteľností neboli dostatočné. Z tohto dôvodu začali mať banky problémy s likviditou a mnohé z nich aj zbankrotovali (Foster, 2009).

Vzájomná prepojenosť jednotlivých národných ekonomík, trhov či jednotlivých aktérov umožnili investovať zahraničným investorom svoje prostriedky do nehnuteľností v USA. Americké banky zoskupovali hypotéky do zložitých balíčkov a predávali ich neprehľadný a ťažko odhadnuteľný komplex. Ratingové agentúry hodnotili tieto balíčky najvyšším možným hodnotením. Avšak tento komplex bol umelo nadhodnotený, čo sa jednotlivým investorom v tej chvíli nedarilo odhadnúť a tieto balíčky nakupovali. Týmto spôsobom sa prostredníctvom toxických aktív kríza postupne preliala aj do ostatných krajín globálnej ekonomiky (Gup, 2010).¹²

Po prepuknutí finančnej krízy v roku 2007 došlo k jej plynulému prechodu smerom k ekonomickej recesii, až sa dostala do svojej súčasnej dlhovej fázy. Svetová finančná kríza naplno odhalila vnútorné problémy eurozóny spôsobené príliš veľkou heterogenitou tohto integračného zoskupenia odlišne vyvíjajúcich sa ekonomík. Pohľad na desaťročný vývoj eurozóny sa zdal vcelku optimistický, finančná kríza však predstavovala prvú vážnu záťažovú skúšku. Táto skúška priniesla so sebou fakt poukazujúci na neschopnosť hospodárskej a menovej únie existovať bez krízových opatrení, záchranných balíčkov či bez zmeny zásadných pravidiel jej fungovania. Varovným signálom vnútorných problémov mali byť nedostatočná miera konvergenencie jednotlivých mier inflácií, či narastajúce obchodné nerovnováhy. Zadlžovanie súkromného či verejného sektoru bolo tolerované až do doby prepuknutia krízy (Janáčková, 2010).

¹² Pre podrobnejší opis priebehu finančnej krízy viď: Morris (2009), Foster (2009), Gup (2010).

Klaus (2010) tvrdí, že euro ako mena je v kríze z dôvodu, že vzniklo ako politický projekt. Tento projekt mal za úlohu svojím ekonomickým pôsobením stimulovať ekonomické zjednotenie v Európe. Eurozóna založená na súčasných pravidlách nevznikla v súlade s ekonomickou racionalitou a teóriou (OCA), ale len na základe politických priorít. Z tohto dôvodu je zrejmé, že súčasné problémy hospodárskej a menovej únie sú omnoho širšie a hlbšie zasadené. Hlavnou hybnou silou celého európskeho zjednotenia bola výhradne politická motivácia. Politický aspekt zavedenia eura bol priznaný aj vtedajším samotným predsedom Európskej komisie (EK) Romanom Prodim. Prodi (2002, s. 30) sa vyjadril, že *„zavedenie eura nie je ekonomickým krokom. Historickým významom eura je vytvoriť vo svete bipolárnu ekonomiku“* (preklad autora).

Zavedenie eura nepredstavuje fakt hovoriaci o kvalite realizovanej hospodárskej politiky, rozsahu nerovnováh či dlhodobej konkurencieschopnosti jednotlivých ekonomík. Tvorcovia spoločnej európskej meny predpokladali, že euro ako spoločná mena zladí odlišnú štruktúru národných hospodárstiev, prispeje k ekonomickému rastu či zníži nezamestnanosť. Avšak na základe súčasnej situácie je zrejmé, že spoločná mena nepriniesla očakávaný hospodársky rast, či znižujúcu sa nezamestnanosť, ale naopak mala rozdielny dopad na jednotlivé krajiny eurozóny. Každá ekonomika eurozóny má svoje špecifické vlastnosti týkajúce sa odlišného potencionálneho HDP, odlišnej cenovej hladiny a kapitálovej zásoby na pracovníka, odlišnej miery úspor či mnohými ďalšími fundamentálnymi ukazovateľmi. Rozdielna miera inflácie v jednotlivých krajinách eurozóny znamenala aj značnú heterogenitu reálnych úrokových sadzieb. Z tohto dôvodu nie je hrozba neriadeného bankrotu krajín PIIGS¹³ prekvapením ani náhodným javom, ale demonštruje dlhodobý a všeobecnejší problém ekonomickej nesúrodosti eurozóny (Hampl, 2010).

Následne bude konkrétne opísaná situácia v týchto najviac ohrozených krajinách eurozóny.¹⁴

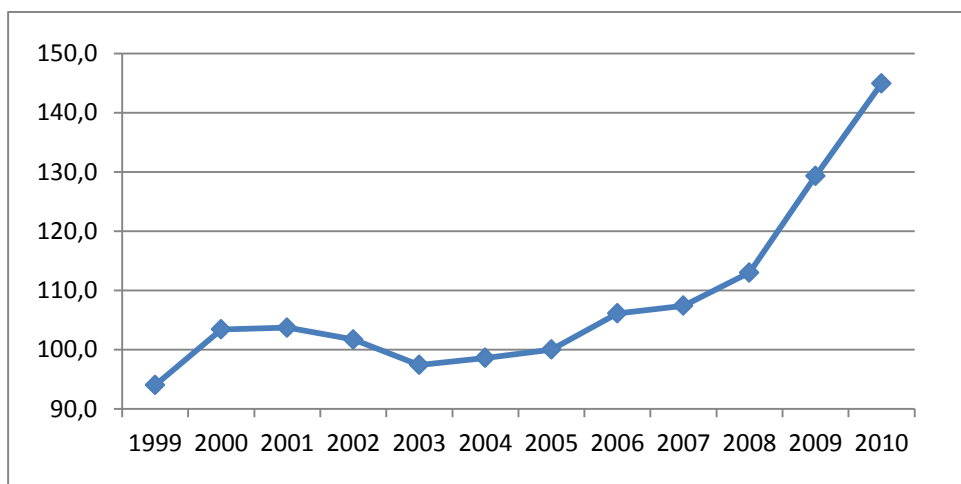
¹³ PIIGS – skratka reprezentujúca Portugalsko, Taliansko, Írsko, Grécko a Španielsko (Portugal, Ireland, Italy, Greece, Spain).

¹⁴ Vývoj základných makroekonomických ukazovateľov eurozóny ako celku je uvedený v prílohe č. 2.

3.1 Priebeh dlhovej krízy v Grécku

Grécke národné hospodárstvo patrí medzi najviac uzavreté ekonomiky celej EÚ. Z tohto dôvodu sa spočiatku zdalo, že globálna finančná kríza Grécko príliš nezasiahne. Ale vysoká miera korupcie, deficitné hospodárenie vlád či rozsah verejných výdavkov štátneho rozpočtu spôsobili faktický bankrot Grécka.

Graf č. 3.1: Verejný dlh Grécka ako % HDP za roky 1999 - 2010



Zdroj: Eurostat, vlastné spracovanie

Graf 3.1 názorne odzrkadľuje vývoj verejného dlhu v Grécku.¹⁵ Je zrejmé, že v rámci celého skúmaného intervalu verejný dlh rástol, až na výnimky v rokoch 2002 a 2003. Tento pokles bol pravdepodobne výsledkom vyššieho tempa rastu reálneho produktu, ktoré sa pohybovalo na úrovni 3,4 %, resp. 5,9 %. Grécko nespĺňalo kritérium verejného dlhu stanovené Paktom stability a rastu¹⁶ od začiatku skúmaného intervalu, a z tohto dôvodu sa za daných pravidiel nemalo stať členom eurozóny. Enormný nárast dlhu je zrejмый od roku 2008, kedy prepukla vo svete finančná kríza a o rok neskôr sa krajina dostala na pokraj neriadeného bankrotu. Na základe vývoja verejného dlhu či rozpočtového salda je možné konštatovať, že Grécko malo vždy sklony k nadmernému zadlžovaniu sa. Plavec (2012) uvádza, že Gréci za posledných 200 rokov zbankrotovali už päťkrát, pričom krajina už aj predtým veľmi často nesplácala svoje záväzky.

¹⁵Z hľadiska rozsahu práce je uskutočnený opis dlhu stručný. Pre konkrétne hodnoty verejného dlhu a rozpočtových sald Grécka vid' prílohu č. 3.

¹⁶Pre konkrétne znenie Paktu stability a rastu vid' ECB (2011).

V roku 1999 krajina zafixovala drachmu s cieľom neskoršieho prijatia eura. Išlo o tradične zadlženú ekonomiku, avšak „nálepka“ silného eura a upravené štatistiky uspokojili investorov nakupujúcich grécke dlhopisy. Za posledných desať rokov prišlo k veľkému stavebnému rastu a boomu. Tieto aktivity vlády sa stali hybnou silou gréckej ekonomiky, pretože vláda sa až 51 % podieľala na tvorbe HDP. Výdavky však neboli započítavané do deficitov štátneho rozpočtu. S drachmou by si pravdepodobne toto nezodpovedné počínanie grécka vláda nedovolila. Vďaka silnému euru mohli byť vládne dlhy financované nižšími úrokovými sadzami a rastúce deficity a dlhy na kapitálovom účte obchodnej bilancie sa neprejavovali oslabovaním domácej meny. Ku tomu treba pridať neudržateľne nastavený sociálny systém, obrovskú prezamestnanosť vo verejnom sektore či neefektívnu administratívu a vládnu moc (Hospodárske noviny, 2011). Podľa Eurostatu až 20,6 % HDP bolo v roku 2010 určených na rôzne sociálne dávky, čo je najviac spomedzi celej EÚ (priemer EÚ je 17,1 % HDP). Úrad sociálneho poistenia (IKA)¹⁷ zistil, že v Grécku poberalo až 110 000 ľudí dôchodok po svojej smrti – nezákonne ich poberali rodinní príslušníci. Spočiatku sa zdalo, že finančná kríza Grécko príliš nezasiahne, avšak vyššie uvedené skutočnosti dostali krajinu na pokraj bankrotu. Ešte v apríli 2010 ubezpečoval grécky premiér Papandreou, že Grécko svoje rozpočtové problémy zvládne a nebude potrebovať žiadnu finančnú pomoc. O dva týždne neskôr by krajina bez pomoci zbankrotovala. Grécka vláda bola nútená v máji 2010 požiadať EÚ a MMF o finančnú pomoc. Celkový balík predstavoval sumu 110 mld. eur, ktorú malo Grécko splatiť v priebehu troch rokov pri úrokoch 5,2 %, čo sa už vtedy javilo ako jasne nereálna možnosť. O túto pomoc požiadali v momente, kedy úroky z gréckych vládnych dlhopisov prekročili 7 % (Hospodárske noviny, 2011). V tomto momente zasiahla Európska centrálna banka (ECB) a začala nakupovať grécke dlhopisy s cieľom znížiť ich úročenie. Touto skutočnosťou ECB stratila svoju proklamovanú nezávislosť. Grécka exekutíva výmenou za finančnú pomoc prisľúbila razantné reformy, privatizáciu a zníženie deficitu rozpočtu. Avšak opatrenia už teraz bývalého premiéra Papandreoua neboli dostatočné. Prejavilo sa to už začiatkom roku 2011, keď vyšlo najavo, že prvá pôžička Grécku nie je dostatočná a krajine opätovne hrozí krach. Grécku bola prisľúbená pomoc od EÚ a MMF vo výške 130 mld. eur s dobou splatnosti 15 rokov. Hampl (2011) uvádza, že ani veľkí skeptici nečakali, že tak obrovská suma 110 mld. eur „kúpi“ Grékom len

¹⁷ IKA je najväčšia organizácia sociálnej starostlivosti v Grécku, ktorá pokrýva vyše 5 mil. pracovníkov a vypláca dôchodky 830 tis. penzistom.

tak málo času. Schválenie druhej pôžičky bolo opätovne podmienené realizáciou systémových reforiem a úsporných opatrení. Tieto opatrenia sa týkali prepúšťania štátnych zamestnancov, zníženia platov a dôchodkov či urýchlenia privatizácie. Papandreou však nemal dostatočnú podporu, opatrenia schválil spoločne s opozíciou výmenou za predčasné voľby, ktoré by sa mali konať v máji 2012. Došlo k vytvoreniu vlády národnej jednoty, ktorej dočasným predsedom sa stal Lukas Papadimos (Hospodárske noviny, 2011).

Vyššie spomenutá prisľúbená pôžička vo výške 130 mld. eur bola Grécku poskytnutá vo februári 2012. S pomocou tohto zatiaľ posledného balíka by mal klesnúť verejný dlh zo súčasných 160 % HDP na 120 % HDP v roku 2020. Zároveň v súčasnosti dochádza ku výmene gréckych vládnych dlhopisov, čo znamená, že investori z nominálnej hodnoty gréckych cenných papierov odpíšu 53,5 %, čím by sa mal grécky dlh znížiť o 100 mld. eur. Taktiež do záchranného balíčka sa zapojí aj verejný sektor vo väčšej miere a to tak, že dôjde k zníženiu úrokov za bilaterálne pôžičky, ktoré poskytli Grécku štáty eurozóny. ECB sa vzdá zisku, ktorý mala získať z gréckych dlhopisov, pričom na ich nákup minula od mája 2010 približne 38 mld. eur, pričom teraz majú hodnotu 50 mld. eur (SME, 2011).

Waigel¹⁸ (2010) sa vyjadril o vine Grécka, že sa „*hralo s číslami a to je pomerne hanebný trik. Európska komisia a ďalšie inštitúcie mali ale spochybňovať rozpočet Grécka a jeho čísla oveľa skôr. Krajina sa za týchto okolností nemala stať súčasťou eurozóny*“ (preklad autora). Na druhej strane Klaus (2012) upozorňuje, že Grécko nie je možné obviňovať za vstup do eurozóny, pretože tam nielen chcelo vstúpiť, ale bolo aj prijaté. Z tohto dôvodu je vina na oboch stranách. Takisto v súvislosti s nadmernými deficitmi a nadmerným verejným dlhom konštatuje, že Gréci si nielen nadmerne požičiavali, ale bolo im aj nezodpovedne požičiavané. Žiadne dôrazné varovanie za celú dobu tvorenia nadmerného dlhu nevyslovili EÚ, OECD či MMF. Creighton (2011, s. 73) to obhajuje tým, že „*tí, ktorí Grécku požičiavali, mali dobré dôvody si myslieť, že európske štáty a rôzne nadnárodné organizácie zaplatia za Grécko, keby sa ukázalo, že nie je schopné svoje dlhy splácať*“ (preklad autora).

Ryník (2011) uvádza, že v súčasnosti sa u Grécka hodnotí len jeho ekonomika, horšie je však na tom grécka spoločnosť. Ak sa nezmení tá, nie je možné rýchle naštartovanie ekonomiky, pretože zmena myslenia a mentality ľudí trvá dlhšie ako reštart ekonomiky.

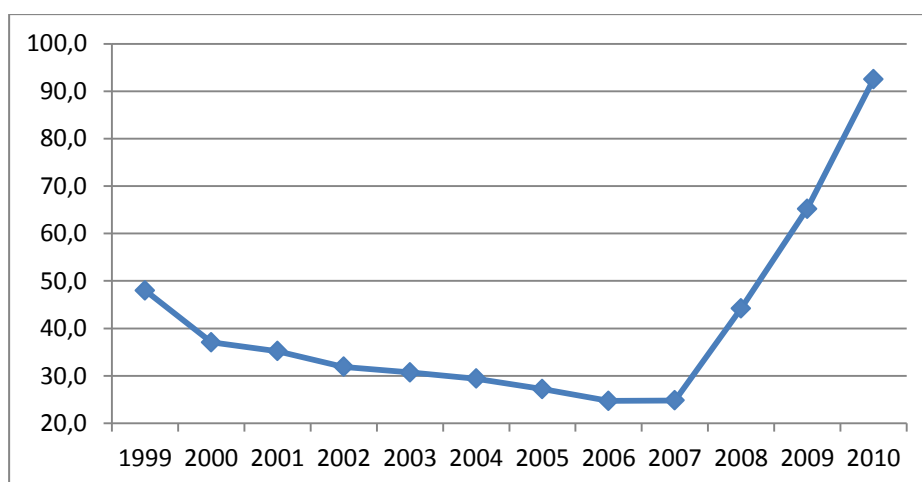
¹⁸ Waigel je bývalým ministrom financií v Nemecku (1989 – 1998) a jeden z hlavných autorov Paktu stability a rastu.

3.2 Priebeh dlhovej krízy v Írsku

Írsko bolo v minulom desaťročí považované za jeden z najväčších svetových ekonomických úspechov a vyslúžilo si názov „keltský tiger“. Je to možné dokumentovať na fakte, že Írsku sa v roku 1999 podarilo nielen predbehnúť Nemecko v ukazovateli HDP na hlavu, ale zároveň sa postupne zaradilo medzi prvých desať krajín v rámci EÚ, čo sa týka tohto ukazovateľa. V súčasnosti patrí medzi najviac zasiahnuté krajiny finančnou krízou a bolo nútené požiadať o medzinárodnú finančnú pomoc.

Graf č. 3.2 názorne vykresľuje vývoj verejného dlhu v Írsku.¹⁹ Je možné vidieť, že od začiatku skúmaného intervalu verejný dlh neustále klesal až do roku 2006, kedy bol verejný dlh na najnižšej úrovni vôbec, konkrétne 24,7 % HDP. Pokles verejného dlhu bol spôsobený výrazným ekonomickým rastom na konci 90-tych rokov 20. storočia a zodpovedným, spravidla prebytkovým hospodárením. Za posledné tri roky však verejný dlh skokovo vzrástol až o 50 p. b. Za týmto nárastom boli dôsledky finančnej krízy, banková kríza, výrazné deficity štátneho rozpočtu či prasknutie realitnej bubliny. Samotná kríza spôsobila, že írska ekonomika sa dostala na pokraj bankrotu.

Graf č. 3.2: Verejný dlh Írska ako % HDP za roky 1999 - 2010



Zdroj: Eurostat, vlastné spracovanie

Pre objektívne analyzovanie súčasnej situácie je potrebné vrátiť sa do 90-tych rokov 20. storočia. V tomto čase bola írska ekonomika charakteristická vysokým ekonomickým rastom a výrazným prílevom priamych zahraničných investícií. Tento rastový trend

¹⁹ Pre konkrétne hodnoty verejného dlhu a rozpočtových sald Írska vid' prílohu č. 3.

hospodárstva sprevádzal aj nárast dopytu po nehnuteľnostiach (Írsko zažívalo veľký prisun obyvateľov), ktorý však existujúca ponuka nedokázala uspokojiť. Ceny nehnuteľností prudko vzrástli, došlo k vzniku realitnej bubliny, ktorá sa časovo korigovala so vstupom Írska do eurozóny. Relatívne vyššia miera inflácie znamenala záporne reálne úrokové sadzby, čo viedlo k úverovému staviteľskému boomu (Hospodárske noviny, 2011).²⁰ Po páde americkej Lehman Brothers v roku 2008 došlo k rapídному prepadu cien nehnuteľností, zamrzli úverové trhy, zvýšila sa insolvenca dlžníkov a tým pádom sa aj írské banky stali insolventnými. Najviac postihnutými boli tri najväčšie írské banky, konkrétne Allied Irish Banks, Anglo Irish Bank a Bank of Ireland. S cieľom obnovy rovnováhy verejných financií bol odsúhlasený plán pod názvom Emergency Mini Budget s platnosťou od roku 2013. Došlo k prijatiu rozsiahlych garancií týkajúcich sa striktných výdavkových opatrení, ktorých účelom bolo zabrániť ďalšiemu prepadu ekonomiky a stabilizovať rozpočet a rast HDP. Začiatkom roku 2009 boli znárodnené Anglo Irish Bank a Bank of England. Výsledkom bol rapídny nárast írského dlhu. Bankový sektor bol výrazne zadlžený. Z tohto dôvodu boli prijaté opatrenia, ktorých úlohou bolo zaistiť opätovné fungovanie bankového sektoru. Taktiež vznikla National Asset Management Agency (NAMA), ktorá mala zabezpečiť revitalizáciu finančného sektoru pomocou nákupu tzv. toxických aktív. Vláda do tejto agentúry vložila 54 mld. eur (SME, 2011). Koncom roku 2010 írsky premiér Brian Cowen požiadal EÚ a MMF o finančnú pomoc. Získanie záchranného balíčku v hodnote 85 mld. eur. bolo podmienené balíčkom úspor pre rok 2011. Vláda v novembri 2010 predstavila úsporný balíček za škrty vo výške 6 mld. eur. Balíček zahrňoval redukciu detských prídavkov, zníženie penzií o 4 %, nárast DPH, pokles minimálnej mzdy a od roku 2012 došlo k opätovnému zavedeniu daní z pozemkov. Írska ekonomika sa v tomto období nachádzala vo veľkých problémoch, čo sa prejavilo demisiou vlády a vyhlásením predčasných parlamentných volieb. Voľby sa uskutočnili v marci 2011 a vyhrala ich opozičná Fine Gael, ktorá postavila svoj volebný program na kritike podmienok čerpania medzinárodnej finančnej pomoci. Novým premiérom sa stal Endy Kenny, ktorému sa v júli 2011 podarilo vyrokovať, že pôžičku schválenú v novembri 2010 bude Írsko splácať 30 rokov, pričom úroková miera klesne z 5,5 % na 3,5 %. Budúci vývoj Írska bude záležať na tom, či sa írskej ekonomike podarí splniť ciele dohodnuté s EÚ a MMF. Poskytnutá finančná injekcia má zabezpečiť refinancovanie

²⁰ Opísanú situáciu dokumentuje vývoj vydaných stavebných povolení v Írsku, konkrétne príloha č. 4.

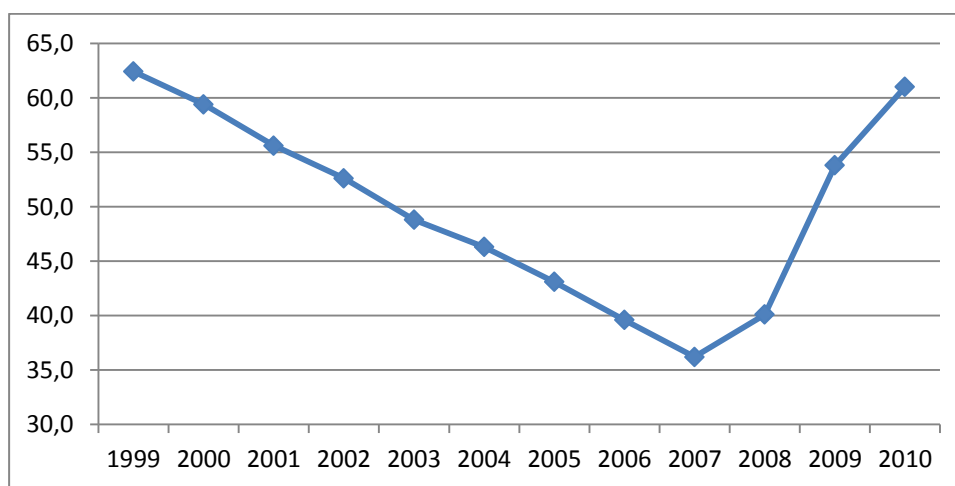
vládných výdavkov a bánk do roku 2013, pričom v tomto období už musí byť Írsko v takej kondícii, aby bolo schopné samostatne zabezpečiť financovanie chodu štátu (Hospodárske noviny, 2011).

3.3 Priebeh dlhovej krízy v Španielsku

Španielska ekonomika nepretržite rástla 14 rokov po sebe, konkrétne od roku 1994. Vďaka tomu si Španielsko vyslúžilo prívlastok ekonomická „superstar“ starého kontinentu. Skrytým problémom tohto rastu bola vznikajúca realitná bublina na trhu nehnuteľností. V dôsledku finančnej krízy táto bublina praskla a Španielsko sa zaradilo medzi najviac ohrozené krajiny eurozóny.

Graf č. 3.3 reprezentuje vývoj verejného dlhu Španielska.²¹ Je zrejmé, že krajina pri svojom vstupe do eurozóny neplnila kritérium verejného dlhu, ktorý bol o 2,4 p. b. vyšší, ako dovoľuje maximálny dlhový limit. Španielsku sa však postupne darilo dlh znižovať až do momentu vypuknutia finančnej krízy. Verejný dlh krajiny klesol v roku 2007 na úroveň okolo 36,2 % HDP, čo predstavovalo približný pokles oproti roku 1999 o 26 p. b. Pokles verejného dlhu krajiny bol spôsobený výrazným ekonomickým rastom a zodpovedným hospodárením vlád. Španielske rozpočty boli v tomto období charakteristické nízkymi deficitmi alebo prebytkami. Verejný dlh začal markantne rásť po prepuknutí finančnej krízy a v priebehu troch rokov sa vyšplhal na úroveň porovnateľnú s rokom 1999.

Graf č. 3.3: Verejný dlh Španielska ako % HDP za roky 1999 - 2010



Zdroj: Eurostat, vlastné spracovanie

²¹ Pre konkrétne hodnoty verejného dlhu a rozpočtových sald Španielska vid' prílohu č. 3.

Ako je uvedené vyššie, Španielsko bolo považované za ekonomickú „superstar“ starého kontinentu. Miera nezamestnanosti, ktorá v 90-tych rokoch 20. storočia dosahovala takmer 20 %, poklesla v roku 2007 na 8,3 % s opätovným nárastom na 20 % v súčasnosti. Pozitívny trend ekonomického rastu sa začal meniť v roku 2008, kedy došlo v dôsledku finančnej krízy k spľasnutiu realitnej bubliny. Zdrojom tohto rastu španielskej ekonomiky bol veľký boom na trhu nehnuteľností. Španielska centrálna banka (2010) uvádza, že ceny nehnuteľností sa počas posledných desiatich rokov stonásobili. Banky v roku 2006 požičali 250 mld. eur developerom, 134,3 mld. eur stavebným spoločnostiam a 544 mld. eur subjektom kupujúcim si nehnuteľnosti. Z toho vyplýva, že objem hypoték vzrástol viac ako štvornásobne v konfrontácii s rokom 1998. Španieli mali neotrasiteľnú vieru v rast cien nehnuteľností, pričom investície do nehnuteľností považovali za niečo dôverné, spoľahlivé, známe a hlavne bezpečné a výnosné. Solones (2010) uvádza, že Španieli žili v ilúzii, že rast založený na stavebníctve nikdy neskončí. Problémom bola aj skutočnosť, že všetko bolo predané už skôr, ako sa vôbec začala výstavba. Táto vlna vznikajúcej realitnej bubliny sa v Španielsku časovo kryla so zavedením eura. V dôsledku nízkych reálnych úrokových mier boli úvery úročené najnižšou úrokovou mierou vôbec. Kombinácia týchto faktorov spôsobila, že v roku 2004 bolo celkovo 521 mld. eur investovaných vo forme nehnuteľností, čo predstavovalo až 509 % HDP.²² Realitná bublina začala pomaly praskať v roku 2008, pretože v dôsledku pádu Lehman Brothers poklesla aj hodnota španielskych nehnuteľností, v priemere o 65 % od svojho vrcholu. González²³ (2010) pripustil, že španielska ekonomika nesie záťaž vo výške 325 mld. eur, pričom táto čiastka zodpovedá až 30 % HDP Španielska.

Bývalý španielsky premiér Zapatero (2010) sa v máji vyjadril, že dlhová kríza v Španielsku je nezmysel, pretože banky sa dôsledne vyhýbali americkým sekuritizovaným dlhopisom. Taktiež bolo zrejmé, že Španielsko nemalo donedávna zásadné problémy s verejnými financiami, pretože verejný dlh klesal. Avšak v dôsledku dlhodobo nízkych reálnych úrokových sadzieb rástol dlh súkromný ako hlavný zdroj financovania investícií do nehnuteľností. Celkový španielsky dlh predstavoval v roku 2008 až 342 % HDP. Španielska realitná kríza je v pomere k veľkosti ekonomiky ešte vážnejšia ako americká hypotekárna kríza a španielsky bankový sektor funguje len vďaka pôžičke komerčným bankám od ECB

²² Pre porovnanie v USA bola táto hodnota v roku 2004 159 % HDP.

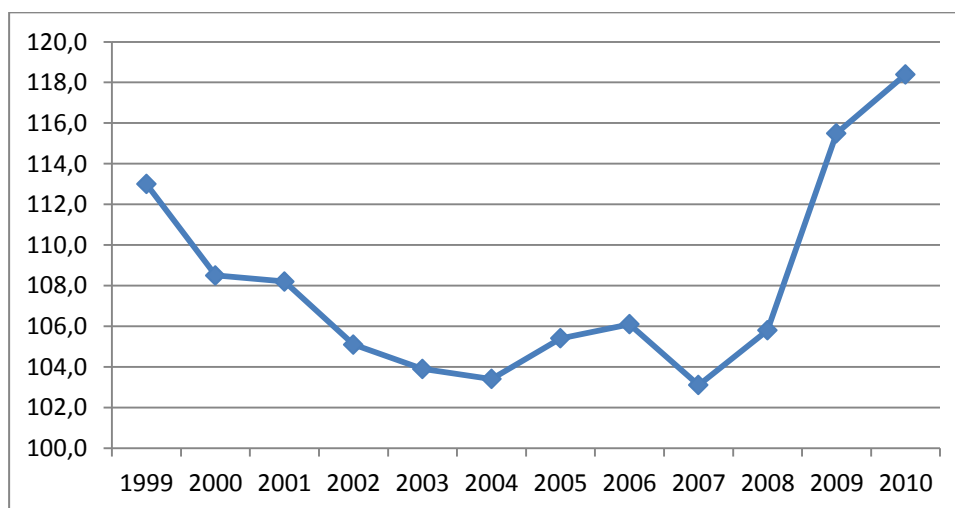
²³ Prezident španielskej banky BBVA, ktorá je druhým najväčším poskytovateľom hypoték a stavebných úverov v Španielsku.

z roku 2010, ktorá presahuje 70 mld. eur (Idnes, 2011). Veľké ekonomické problémy Španielska viedli až k pádu Zapaterovej vlády a novým premiérom sa koncom roku 2011 stal opozičný líder Mariano Rajoy. Rozpočtová situácia bola natoľko vážna, že Španielsko nemalo peňažné prostriedky na zabezpečenie viacerých verejných služieb, ako napr. políciu. Zvýšili sa viaceré dane, došlo k opätovnému dočasnému zavedeniu dane z bohatstva, zrušili sa stratové štátne podniky. Pozitívnym signálom pre trhy bolo schválenie tzv. rozpočtovej brzdy ústavným zákonom. Rozpočtová brzda znamená, že od roku 2020 musí španielska ekonomika hospodáriť so schodkom maximálne 0,4 % HDP. Všetky tieto opatrenia dočasne zlepšili situáciu ohľadom emitovania španielskych dlhopisoch. Španielsko má výhodu, že jeho súčasná situácia a stav je v pozadí problémov Grécka (Hospodárske noviny, 2011).

3.4 Priebeh dlhovej krízy v Taliansku

Taliansko patrí medzi vyspelé priemyselné krajiny nielen EÚ, ale aj skupiny G8. Jeho ekonomika sa vyznačuje zdravým realitným trhom, nízkym súkromným dlhom či vysokými súkromnými úsporami. Výhodou taktiež je, že krajina nemusí vynakladať peňažné prostriedky na záchranu bánk. Problémom Talianska je vysoký verejný dlh, ktorý je po Grécku druhý najvyšší v eurozóne.

Graf č. 3.4: Verejný dlh Talianska ako % HDP za roky 1999 - 2010



Zdroj: Eurostat, vlastné spracovanie

Graf č. 3.4 názorne reprezentuje vývoj verejného dlhu Talianska.²⁴ Je zrejmé, že verejný dlh sa dlhodobo pohyboval nielen nad maximálnym limitom stanoveným Paktom stability a rastu, ale aj nad „magickou“ hranicou 100 % HDP. Ak by bolo vyžadované striktné plnenie maastrichtských kritérií, Taliansko by sa pôvodne nemalo stať členom eurozóny, pretože jeho verejný dlh sa v roku 1999 pohyboval na úrovni 113 %. Od tohto roku mal až do roku 2004 klesajúcu tendenciu, avšak od roku 2008 skokovo rástol a vyšplhal sa až 118,4 % HDP, čo predstavuje najvyššiu hodnotu dlhu za skúmané obdobie.

Súčasný problém talianskej ekonomiky súvisia práve s existenciou vysokého verejného dlhu, ktorý je výsledkom dlhoročného nezodpovedného prístupu jednotlivých vlád. Po upriamení pozornosti finančných trhov na Taliansko, sa začali čelní predstavitelia eurozóny kriticky pozeráť aj na hospodársku situáciu talianskej ekonomiky. Talianska ekonomika patrí medzi najväčšie ekonomiky celej EÚ a jej kolaps by s najvyššou pravdepodobnosťou znamenal aj koniec eurozóny. Euroval²⁵ zatiaľ nedisponuje dostatočnou úverovou kapacitou, ktorá by stačila na pokrytie dlhu talianskej ekonomiky (SME, 2011). Z tohto dôvodu sa už teraz bývalý premiér Silvio Berlusconi dostal pod nátlak Bruselu pre nestabilitu vlády či nerealizáciu úsporných opatrení a potrebných reforiem. Samotný premiér však odmietal akékoľvek odporúčania, ako riešiť vzniknutú situáciu. Sám sa vyjadril, že *„nikto nemá právo štylizovať sa do pozície európskeho komisára a svojich partnerov školiť, ako riešiť ekonomické problémy“* (Berlusconi, 2011, preklad autora). Nakoniec sa mu v parlamente podaril presadiť úsporný balíček, vďaka ktorému mala vláda do roku 2013 hospodáriť s vyrovnaným rozpočtom. Konkrétne ide o zvýšenie spotrebnej dane na pohonné látky, zvýšenie odchodu do dôchodku z 65 na 67 rokov do roku 2026, daňové úľavy na podporu zamestnávania mladých ľudí, privatizáciu podnikov či predaj štátom vlastnených nehnuteľností. Neskôr sa však tieto úsporné opatrenia ukázali byť nedostatočnými a Berlusconi začal mať problémy so zabezpečením väčšiny pre jeho ďalšie zákony. Hrozilo, že nové úsporné opatrenia neprejdú, a tak nakoniec pod hrozbou neschválenia ďalšieho úsporného balíčku zaručujúcemu krátkodobú stabilizáciu ekonomiky, ponúkol Berlusconi svoju funkciu. Spolu s opozíciou schválil ďalšie úsporné opatrenia a novým dočasným úradníckym premiérom sa stal bývalý európsky komisár Mario Monti. Od Montiho sa očakáva, že bude realizovať také úsporné opatrenia a reformy, ktoré povedú k stabilizovaniu

²⁴ Pre konkrétne hodnoty verejného dlhu a rozpočtových sald Talianska viď prílohu č. 3.

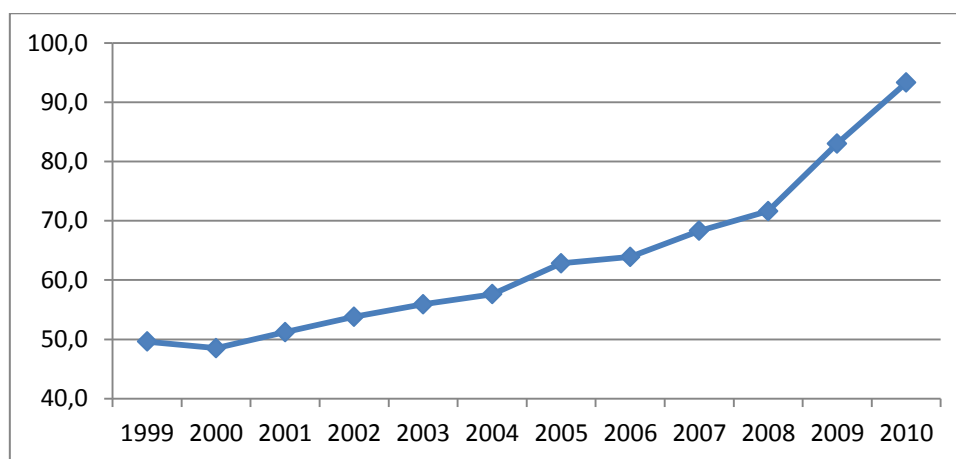
²⁵ Euroval bude ozrejmnený v ďalšej časti práce.

hospodárskej situácie Talianska. Na talianske reformy dohliadne jednak EÚ, ale aj MMF. Monti pokračuje v úsporných opatreniach, aby v roku 2013 krajina hospodárila s vyrovnaným rozpočtom. Taliansko je považované za kľúč vývoja situácie v eurozóne. Je vysoko pravdepodobné, že ak by došlo k jeho bankrotu, nerozpadla by sa len eurozóna, ale krach by mal dopad aj na celú globálnu ekonomiku (Hospodárske noviny, 2011).

3.5 Priebeh dlhovej krízy v Portugalsku

Portugalsko patrí medzi otvorené a menej vyspelé ekonomiky EÚ. Národné hospodárstvo je jedným z najpomalšie rastúcich a nepredstavuje výrazne atraktívnu destináciu pre zahraničných investorov. Nízka konkurenčná schopnosť krajiny spôsobuje nárast deficitu bežného účtu platobnej bilancie. Portugalsko sa dostalo do problémov hlavne kvôli veľkým deficitom štátneho rozpočtu a taktiež kvôli značnému nárastu verejného dlhu.

Graf č. 3.5: Verejný dlh Portugalska ako % HDP za roky 1999 - 2010



Zdroj: Eurostat, vlastné spracovanie

Vyššie uvedený graf názorne odzrkadľuje vývoj verejného dlhu v Portugalsku.²⁶ Je zrejmé, že okrem roku 2000 dochádzalo k neustálemu nárastu verejného dlhu. Tento nárast bol spôsobený pravidelným deficitným hospodárením vlády. Taktiež je viditeľné, že krajina pri svojom vstupe do eurozóny spĺňala maastrichtské kritérium verejného dlhu. Postupne však dochádzalo k jeho nárastu a v roku 2005 sa dlh dostal nad úroveň 60 % HDP. Po vypuknutí krízy začal dlh skokovo rásť a za posledné dva skúmané roky sa zvýšil o viac ako 20 p. b.

²⁶ Pre konkrétne hodnoty verejného dlhu a rozpočtových sald Talianska viď prílohu č. 3.

Vysoký verejný dlh patrí medzi hlavné príčiny súčasných problémov portugalskej ekonomiky. Už v roku 2010 sa portugalský minister financií Fernando Santos vyjadril, že vtedajšia úroveň nákladov na financovanie dlhu je neudržateľná, a preto predložil viaceré úsporné opatrenia. Ich podpora však bola otázna nielen z radov opozície, ale aj koalície. Situácia vyústila do politickej krízy a do následnej rezignácie premiéra Josého Sócratesa v marci 2011 (Hospodárske noviny, 2011). Zároveň bol z radov členov eurozóny vyvíjaný čoraz väčší nátlak kvôli prijatiu medzinárodnej finančnej pomoci od EÚ a MMF. Po neustále sa zvyšujúcej neistote ohľadom financovania portugalského dlhu a neustále sa zvyšujúcim nákladom na spravovanie dlhu, Portugalsko nakoniec kapitulovalo a požiadalo EÚ a MMF o finančnú pomoc v máji 2011. Celková prisľúbená pomoc predstavovala čiastku 78 mld. eur. Krajina sa stala po Grécku a Írsku treťou krajinou, ktorá by bez finančnej pomoci skrachovala. Po rezignácii Sócratesovej vlády boli vyhlásené predčasné voľby a novým premiérom sa v júni 2011 stal Pedro Coelho. Po nástupe jeho vlády došlo k rozsiahlym škrtom a úsporným opatreniam. Zdá sa, že finančná pomoc, ktorá bola Portugalu poskytnutá v júni 2011, pomohla dočasne Portugalcom preklenúť krízovú situáciu hroziacu krachom. V súčasnosti sa začínajú nanovo viesť diskusie ohľadom poskytnutia ďalšej finančnej pomoci (Pravda, 2011).

3.6 Opatrenia eurozóny proti dlhovej kríze

Klaus (2011) tvrdí, že eurozóna nie je zďaleka takým úspešným projektom, ako sa počítalo a sľubovalo. Potvrdila to aj samotná finančná kríza so svojimi jednotlivými fázami, ktorá poukázala na neschopnosť eurozóny existovať bez krízových opatrení, záchranných balíčkov, bez zmeny zásadných pravidiel jej fungovania či zmeny základných listín ustanovujúcich usporiadanie eurozóny či samotnej EÚ. Čelní predstavitelia eurozóny zatiaľ bezúspešne hľadajú a realizujú opatrenia, ktoré by viedli k dlhodobej stabilizácii eurozóny či eura.

V reakcii na prvú fázu finančnej krízy zriadila Európska komisia (EK) v novembri 2008 skupinu odborníkov a poverila ju vypracovaním odporúčaní o tom, ako posilniť spoluprácu v oblasti dohľadu na európskej úrovni tak, aby to prispelo k obnoveniu dôvery vo finančný systém. Vo svojej záverečnej správe z februára 2009 táto skupina odporučila vytvorenie nového modelu dohľadu nad európskymi finančnými inštitúciami a trhmi v záujme

posilniť všeobecnú finančnú stabilitu v EÚ.²⁷ Postupne ako sa kríza začala dostávať do svojej dlhovej fázy, začalo byť zrejmé, že posilnenie regulácie a dohľadu nepredstavovalo dostatočné nástroje pri stabilizácii situácie. Na počiatočné dlhové problémy krajín PIIGS reagovala EK predstavením súboru nástrojov pod názvom „záchranná pavučina Európy“, ktorých úlohou bolo stabilizovať vzniknutú novú dlhovú situáciu a obnoviť dôveru týchto krajín smerom ku finančným trhom. Táto pavučina sa skladá z viacerých zložiek, konkrétne ide o Európsky finančný stabilizačný fond (EFSF) v objeme 440 mld. eur (členovia eurozóny), Európsky finančný stabilizačný mechanizmus (EFSM) v objeme 60 mld. eur (celá EÚ) a 250 mld. eur ako garancie a úver od MMF. Celkový objem „záchrannej pavučiny“ pôvodne predstavoval objem 750 mld. eur, avšak v dôsledku prehĺbujúcej sa dlhovej fázy krízy a navýšenia EFSF sa objem pavučiny menil. Nakoľko z hľadiska možnosti objemu poskytnutých garancií predstavuje EFSF významnejší fond ako EFSM, dôjde k ozrejmieniu fungovania práve tohto významnejšieho fondu (Hospodárske noviny, 2011).

3.6.1 Európsky finančný stabilizačný fond

Euractiv (2012) uvádza, že európsky finančný stabilizačný fond (euroval) bol zriadený v priebehu júla 2010. Euroval je súčasťou komplexného balíka opatrení, o ktorých rozhodla ECOFIN²⁸, ako o prvých opatreniach slúžiacich k stabilizácii vzniknutých dlhových problémov v rámci dlhovej fázy krízy. Účelom tohto fondu je preventívne zabezpečiť finančnú stabilitu menovej únie prostredníctvom poskytnutia dočasnej finančnej pomoci krajinám eurozóny v prípade výnimočných okolností (ich stav posúdi priamo EK). Združuje v sebe všetkých členov eurozóny, pričom zdrojmi tohto fondu sú vlastné dlhové nástroje alebo úverové dohody s finančnými inštitúciami, za ktoré ručia členské štáty eurozóny. Euroval môže poskytnúť pomoc do júna 2013, pričom jeho existencia bude trvať až do úplného vyrovnania akéhokoľvek svojho finančného záväzku. Na základe toho je zrejmé, že pôvodný euroval predstavoval len dočasné „krátkodobé“ riešenie dlhovej situácie v eurozóne.

V prípade, že niektorý z členských štátov eurozóny požiada o pomoc na základe mechanizmu, ktorý je dohodnutý v úverovej zmluve, euroval vstúpi na kapitálový trh a uskutoční emisiu dlhopisov. Ručiteľmi týchto dlhopisov sú členské štáty eurozóny, resp. akcionári eurovalu, ktorí sa zaviazali poskytnúť záruku za vydané dlhové finančné nástroje.

²⁷ Pre konkrétne znenie odporúčaní vid' Larosiere (2009).

²⁸ ECOFIN (The Economic and Financial Affairs Council) je jednou z deviatich konfigurácií Rady Európskej únie. Zároveň predstavuje rozhodovací orgán pre ekonomické a finančné otázky.

Prostredníctvom emisie dlhopisov získa euroval peňažné prostriedky na poskytnutie návratnej pôžičky danému žiadateľovi o finančnú pomoc. Úverová zmluva je všeobecného charakteru a opisuje celý mechanizmus poskytnutia úveru, pristúpenia k ručiteľskému záväzku, vzájomnému regresnému vyrovnaniu medzi spoluručiteľmi a splácania úveru ktoréhokoľvek žiadateľa eurozóny. Konkrétne ručiteľské záväzky sa viažu na emitované dlhopisy určené na pomoc konkrétnemu členskému štátu eurozóny, nie na kapitál fondu. Z tohto dôvodu ak krajina nebude schopná splácať získaný úver, euroval požiada o plnenie ručiteľov (členské štáty eurozóny), ktorí zaplatia dlh za dané krajiny. Až v prípade, že ručitelia nebudú mať k dispozícii dostatok peňažných prostriedkov, využije euroval tzv. hotovostnú rezervu.²⁹

Euroval bol od začiatku mnohými ekonómami kritizovaný za svoju nesystémovosť. Jedným z nich bol aj Soros (2010), ktorý tvrdí, že euroval prináša dočasné a populistické riešenie situácie problematických krajín v spojení s prekryvaním a neriešením ich skutočných problémov. Priame pôžičky ako aj pôžičky z eurovalu boli podmienené realizovaním štrukturálnych reforiem a systémového šetrenia výdavkov. Avšak napr. v prípade Grécka či Portugalska neboli dosiahnuté stanové ciele v oblasti fiškálneho deficitu, kedy krajiny šetrili v menšej miere, ako bolo požadované. Aj napriek tomu však Grécko získalo po prvej finančnej pomoci (110 mld. eur v máji 2010) aj ďalší balík pomoci (130 mld. eur vo februári 2012) a v prípade Portugalska sa po poskytnutí prvého úveru (78 mld. eur v máji 2011) hovorí aj o možnosti poskytnutia ďalšej záchranej pôžičky v súčasnosti. Kritiku nesystémovosti eurovalu je možné najlepšie dokumentovať vytvorením ďalšieho, tentoraz už trvalého fondu - eurovalu II. Oba záchranné fondy sa majú spojiť od júla 2012, pričom garancie sa zvýšia až na 780 mld. eur a taktiež vzrastie aj úverová kapacita, ktorá sa zvýši na 440 mld. eur (Hospodárske noviny, 2011). Vďaka tomuto navýšeniu budú mať problematické krajiny v budúcnosti potenciálnu istotu poskytnutia ďalšej finančnej pomoci a zároveň týmto nástrojom lídri eurozóny podporujú morálny hazard. Samotnú nesystémovosť eurovalu pripustila už aj nemecká kancelára Angela Merkelová. Sama sa vyjadrila, že *„ak krajiny nezvýšia svoje úsilie o konsolidáciu verejných rozpočtov, tak potom bude jedno, aký veľký je ochranný val, pretože nám nepomôže opätovne získať dôveru trhov“* (Merkelová, 2011, preklad autora).

²⁹ Pre podrobnú schému fungovania eurovalu viď prílohu č. 5.

Tab. č. 3.1: Porovnanie EFSF I a EFSF II

EFSF verzia	1.0	2.0
Hotovostný vankúš	Áno	Nie
Priame pôžičky	Áno	Áno
Intervencie na primárnom trhu	Nie	Áno
Intervencie na sekundárnom trhu	Nie	Áno
Pôžičky na bankovú rekapitalizáciu	Nie	Áno
Celkové garancie v mld. eur	440	780
Úverová kapacita v mld. eur	255	440
Percento garancií	120%	165%

Zdroj: Ecopress (2011), vlastné spracovanie

Tabuľka č. 3.1 názorne porovnáva rozdiely medzi EFSF I a EFSF II. Je zrejmé, že sa tieto záchranné fondy nelíšia len výškou garancií či úverovou kapacitou, ale aj činnosťami, ktoré môže jednotlivé fondy uskutočňovať. Margetíny (2011) sa však obáva, že kapacita tohto rozšíreného fondu bude pri stabilizácii menovej únie veľmi obmedzená a existuje veľká neistota, či euroval II. bude schopný naplniť očakávania. Inštitút ekonomických a sociálnych štúdií (INESS, 2012)³⁰ dokonca označil euroval ako najneprehľadnejší inštrument roku 2011. A to z dôvodu, že spôsobov ako napákať³¹ euroval bolo zverejnených hneď niekoľko (napr. napákovanie cez ECB, poistenie, verejno-súkromné partnerstvo, atď.), avšak ani jeden z týchto spôsobov nebol úspešne dokončený a euroval stále ostáva najmenej prehľadný inštrument, aký kedy politici vytvorili. Ide teda o politický nesystémový prvok, ktorý nemá opodstatnenie v reálnych príčinách. Snaha o stabilizáciu dlhovej situácie v eurozóne prostredníctvom eurovalu bola nedostatočná, a preto sa lídri celej EÚ zaoberali ďalšími riešeniami.³² Azda najvýznamnejším prelomovým riešením do súčasnosti je snaha o vytvorenie fiškálnej únie, ktorá predstavuje zvýšenie vplyvu ekonomického vládnutia a dohľadu zo strany EK smerom k členským krajinám EÚ. EK má právo podrobne preskúmať návrhy rozpočtov jednotlivých krajín, navrhnúť v nich zmeny, či požiadať vlády dokonca o vypracovanie nových rozpočtov. EK má taktiež právomoc krátiť eurofondy či uvalovať pokuty za porušovanie maastrichtských kritérií. Na posilnenie disciplíny by mali členské štáty

³⁰ INESS sa realizuje v oblasti analýz zameraných na uplatňovanie princípov a nástrojov voľného trhu, pričom sa jedná o neštátne, apolitické, nezávislé občianske združenie pôsobiace v Slovenskej republike.

³¹ Napákovanie eurovalu reprezentuje činnosť a spôsob zvýšenia kapitálu eurovalu.

³² Riešenia týkajúce sa jednotlivých krajín PIIGS boli uvedené v rámci kapitol priebehu jednotlivých kríz v daných krajinách. Teraz bude upriamená pozornosť na celú eurozónu, resp. celú EÚ.

EÚ zakotviť dlhové brzdy do svojich zákonov. Fiškálna zmluva bola podpísaná 25 členskými krajinami EÚ, okrem Veľkej Británie a Českú republiku (Hospodárske noviny, 2011).

3.6.2 Náklady stabilizácie dlhovej situácie

Tak ako je uvedené vyššie, lídri eurozóny, ale aj celej EÚ v rámci stabilizácie dlhovej situácie, vytvorili viacero nových záchranných mechanizmov, úverových rámcov či došlo k zvýšeniu angažovanosti ECB. Z tohto dôvodu je dôležité vyčíslit' súčasnú hodnotu nákladov týkajúcich sa záchrany eurozóny v pôvodnom zložení.

Tabuľka č. 3.2 vyjadruje náklady stabilizácie dlhovej situácie v eurozóne. Je zrejmé, že v rámci uvedených dohodnutých spôsobov bola stanovená disponibilná suma stabilizácie vo výške až 1333 mld. eur, pričom k januáru 2012 bolo z nich približne 306 mld. eur vyčerpaných. Z tabuľky je taktiež zrejmé, že ECB opustila od svojich dvoch základných pravidiel. Prvým je, že každá členská krajina eurozóny si ručí za svoje dlhy sama (a teda, že žiadna krajina nebude nútená platiť dlhy za ostatných členov únie). Toto pravidlo bolo zahrnuté v Lisabonskej zmluve, ktorá predstavuje nosný pilier hospodárskej a menovej únie a došlo k jeho porušeniu. Druhým je pravidlo, v rámci ktorého ECB nenakupuje dlhopisy vlád jednotlivých členských krajín. ECB začala v podstate priamo financovať verejné dlhy krajín PIIGS. Nákup dlhopisov ECB predstavoval zo začiatku januára 2012 sumu okolo 213 mld. eur. ECB tieto základné pravidlá fungovania porušila „v prospech“ boja s dlhovou krízou. Jednotlivé členské krajiny sa buď prostredníctvom priamych pôžičiek vybraným krajinám PIIGS, alebo prostredníctvom eurovalu poskladali aj na dlh týchto krajín.

Tab. č. 3.2: Náklady stabilizácie dlhovej situácie v eurozóne k januáru 2012

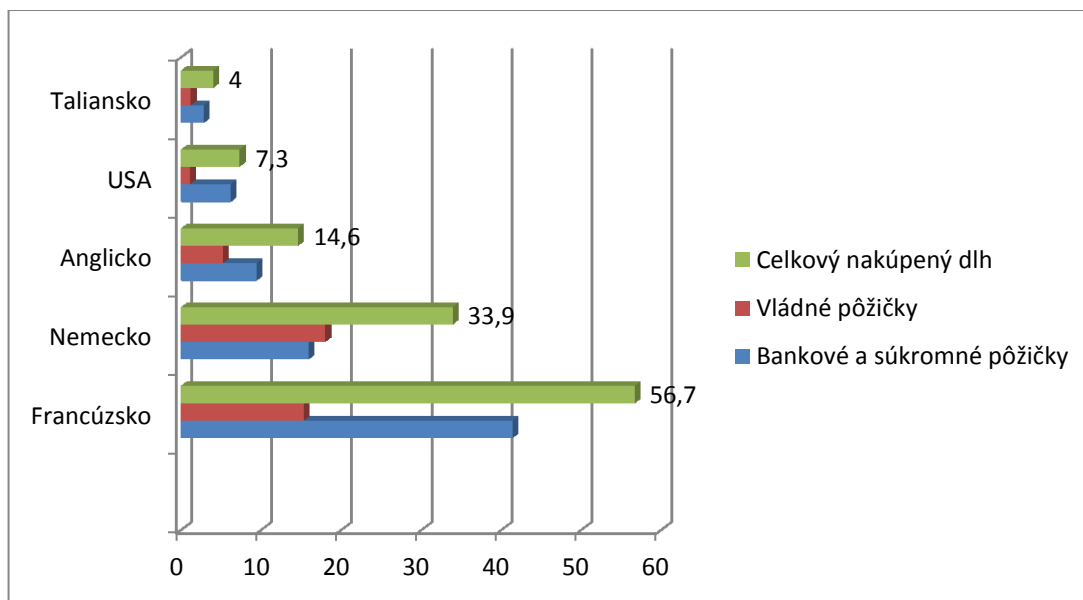
Náklady stabilizácie eurozóny v mld. eur	Dohodnuté	Aktuálne čerpané
Nákupy dlhopisov ECB k 06. 01. 2012	213,1	213,051
Garancie v rámci EFSF	779,78	15,1
Garancie v rámci EFSM	60,0	31,0
Garancie MMF k EFSF a EFSM	250,0	26,7
Podiel MMF na pôžičke Grécku	30,0	20,1
SPOLU (zaokrúhlene)	1333	306

Zdroj: INESS (2011), vlastné spracovanie

3.7 Zhrnutie hlavných ekonomických problémov dlhovej krízy

V predchádzajúcej podkapitole došlo okrem iného k vyčísleniu nákladov stabilizácie eurozóny. Tieto náklady vznikli z dôvodu realizácie rôznych opatrení v rámci zmierňovania následkov dlhovej fázy krízy. Hlavnými „iniciátormi“ vyššie uvedených a realizovaných nástrojov (pôžička vybraným krajinám PIIGS, euroval a jeho zmeny, fiškálna únia) boli Francúzsko a Nemecko. Tieto dve krajiny predstavovali hybnú silu pri samotnom tvorení a predstavovaní jednotlivých nástrojov. Sulík (2012) upozorňuje, že motivácia udržať eurozónu za každú cenu v súčasnom zložení, ako aj počiatočné odmietanie riadeného bankrotu a obhajoba eurovalu či pôžičiek, nehovorí o ekonomickej racionalite, ale skôr o politických dôvodoch, resp. o subjektívnych dôvodoch vybraných členských krajín eurozóny. Tieto dôvody je možné objasniť na základe grafu č. 3.6. Graf vyjadruje zloženie gréckeho dlhu pre vybrané krajiny. Je zrejmé, že najväčšími investormi a veriteľmi Grécka sú práve Francúzsko a Nemecko. Skutočnou motiváciou pri obhajobe eurovalu a pôžičiek krajinám PIIGS nie je solidarita, ale snaha o zabezpečenie ochrany pre francúzsky a nemecký bankový sektor. Nemecká a francúzska vláda sa obáva nutnosti sanácie bánk, ktoré „vlastnia“ prevažné množstvo gréckeho dlhu.³³

Graf. č. 3.6: Zloženie gréckeho dlhu pre vybrané krajiny k januáru 2012 (v mld. eur)



Zdroj: BBC (2012), vlastné spracovanie

³³ Pre konkrétne zloženie dlhu všetkých krajín PIIGS vid' prílohu č. 6.

Obhajoba poskytnutia pôžičky zadlženým krajinám bola prevažne postavená na existencii európskej solidarity. Táto solidarita je však falošná a vedie k zastieraniu objektívnych problémov daných krajín. Sulík (2012) tvrdí, že financovanie bujného štátneho aparátu, rozsiahlej byrokracie, nadštandardne a neúmerne nastaveného sociálneho systému či korupcie nie je možné považovať za solidárne. Preto je potrebné si uvedomiť, že nie je možné solidaritu zamieňať s nezodpovednosťou. Taktiež musí dôjsť k stanoveniu presnej deliacej čiary, ktorá musí rozdeliť odôvodnenú solidaritu (napr. s menej vyspelými regiónmi) od pseudosolidarity s nedisciplinovanými členmi, ktorí permanentne porušujú pravidlá rozpočtovej zodpovednosti. Poskytnuté pôžičky vybraným krajinám predstavujú prvý z krokov posilňujúcich morálny hazard vo fiškálnej oblasti.³⁴ Ak sa budú môcť postihnuté krajiny neustále spoľahnúť na pomoc z vonku, nebudú motivované a nútené k tomu, aby presadzovali fiškálne škrtky a razantné štrukturálne reformy. Tento fakt je možné dokumentovať na neplnení stanovených cieľov Grécka, ktoré od poskytnutia prvej pomoci v máji 2010 nespĺnilo načas ani jednu zo zadaných povinností.³⁵ V rámci spoluzodpovednosti za vzniknutú spôsobenú situáciu je potrebné si uvedomiť, že riešenia ekonomických problémov sa vždy prevažne hľadajú v ekonomických sférach. Avšak tam, kde už aj existuje ekonomická racionalita, je potrebné, aby existovala aj určitá racionalita spoločenská. Pretože, ak nedôjde k zmene spoločenského myslenia, nie je možné vyriešiť skoro žiadny ekonomický problém.

Sulík (2012) uvádza, že finančná kríza so svojimi jednotlivými fázami odhalila inštitucionálne problémy eurozóny prostredníctvom jej veľkej heterogenity a nesúrodosti. K zadlžovaniu jednotlivých krajín prispievali ako príliš štedré sociálne systémy, rozsiahly verejný sektor, realitné bubliny, tak aj samotné euro. Euro „prepožičalo“ juhu eurozóny umelo zvýšenú kredibilitu a nižšie úrokové sadzby. Procesu zadlžovania sa tak nemohli postaviť prirodzené tržné korekcie slúžiace ako čiastočná brzda. Za normálnych okolností by narastajúce deficity a verejné dlhy tlačili kurz domácich mien smerom nadol. Krajiny by tak dostávali skorý a včasný varovný signál, ktorý by im umožnil obnovovať konkurencieschopnosť a zdravý ekonomický rast. Tento korekčný mechanizmus však euro ako spoločná mena vyradila z procesu fungovania. Singer (2009) tvrdí, že euro taktiež

³⁴ Morálny hazard vo všeobecnosti predstavuje situáciu, kedy ekonomické subjekty podstupujú vysoké riziko, pretože náklady straty nie sú hrazené riskujúcim subjektom.

³⁵ Pomalé znižovanie deficitu štátneho rozpočtu, oneskorená privatizácia, malý rozsah úspor, atď.

nesplnilo ani očakávania v oblasti vzájomnej nominálnej konvergenzie zúčastnených štátov. Krajiny eurozóny síce dokázali krátkodobo pred vstupom do menovej únie plniť maastrichtské konvergenčné kritéria, ale potom ich dlhodobo ignorovali. Jednotliví predstavitelia národných vlád, ale ani čelní predstavitelia EK si však neuvedomovali, že fiškálna zodpovednosť jednotlivých členov menovej únie je veľmi dôležitá aj pre celkovú stabilitu eura.

Európska rada pre zahraničné vzťahy (2012) priznala, že dlhová kríza vyvracia tvrdenia, že EÚ je predurčená na úlohu globálneho hráča na poli medzinárodnej politiky. Ešte nedávno ponúkala únia riešenia, teraz sa však sama stala problémom. Ide pravdepodobne o rozhodujúci moment vývoja nielen eurozóny, ale aj samotnej EÚ, za ktorým bude nasledovať buď postupný úpadok, alebo bude EÚ schopná pozviechať sa a znovu sa stať silným globálnym hráčom a zodpovedným partnerom. Zároveň je to možnosť uvedomiť si chybu a prijať tento varovný signál, aby nedochádzalo k nezodpovednému rozširovaniu menovej únie o ekonomiky, ktoré budú naďalej prehlbovať jej heterogenitu.

3.8 Zhrnutie kapitoly

Druhá kapitola bola určená dlhovej kríze eurozóny a skladá sa z ôsmych podkapitol vrátane zhrnutia kapitoly. Na začiatku kapitoly bol v krátkosti opísaný vznik a priebeh finančnej krízy s rozvedením jej jednotlivých fáz, konkrétne finančná kríza, ekonomická recesia a nakoniec dlhová kríza. Prvých päť podkapitol bolo venovaných jednotlivým krajinám PIIGS, v rámci ktorých došlo ku konkrétnemu opísaniu priebehu dlhovej fázy krízy v samotných ekonomikách. V šiestej podkapitole boli analyzované nástroje, prostredníctvom ktorých sa čelní predstavitelia eurozóny, ale aj EÚ snažili stabilizovať dlhovú situáciu v Európe. V krátkosti bola opísaná „záchranná pavučina Európy“ v spojení aj s ďalšími opatreniami. Taktiež boli presne vyčíslené náklady stabilizácie dlhovej fázy krízy v eurozóne k januáru 2012. Siedma a záverečná podkapitola predstavovala určitý sumár základných ekonomických problémov eurozóny v súčasnosti.

4 Metodika výpočtu indexu OCA a jeho aplikácia na krajiny PIIGS

OCA teóriu je možné vo všeobecnosti definovať ako teóriu, ktorá sa zaoberá skúmaním podmienok, za akých by sa mali jednotlivé krajiny pripojiť k menovej integrácii, resp. aké sú prínosy a náklady účasti na tomto integračnom procese. Teória sa prostredníctvom viacerých spôsobov snaží určiť vhodnosť vstupu do menovej únie. Jedným z týchto spôsobov je aj index OCA. Hedija (2011) tvrdí, že OCA index umožňuje komplexné posúdenie nákladov a výnosov členstva v menovej únii. Index je zostrojený ako bilaterálny index, ktorý posudzuje zavedenie jednotnej meny v dvoch krajinách, pričom jeho výhodou je, že v sebe zahŕňa viacero kritérií vychádzajúcich z teórie OCA.

4.1 Konštrukcia indexu – Bayoumi a Eichengreen

Bayoumi a Eichengreen (1996) v článku „*Ever Closer to Heaven? An Optimum Currency Area Index for European Countries*“ po prvýkrát publikovali index OCA. V rámci svojho výskumu si kládli za cieľ vytvoriť nástroj, ktorý by umožnil posúdiť v súlade s teóriou OCA vhodnosť zafixovania kurzov, či vhodnosť prijatia spoločnej meny.

Hedija (2011) tvrdí, že OCA index je založený na predpoklade, že pre krajiny je zavedenie jednotnej meny tým výhodnejšie, čím má nominálny kurz týchto krajín menšiu tendenciu ku kolísaniu. Čím je toto kolísanie nižšie, tým lepšie daná krajina spĺňa kritéria teórie OCA. Bayoumi a Eichengreen (1996) skúmajú osciláciu nominálnych kurzov mien na základe závislosti medzi štyrmi základnými kritériami OCA. Konkrétne ide o zladenosť hospodárskych cyklov, podobnosť komoditnej štruktúry vývozu, vzájomné obchodné prepojenie a veľkosť ekonomiky.³⁶ Z tohto dôvodu má odhadovaná rovnica nasledujúci tvar:

$$SD(e_{ij}) = \beta_0 + \beta_1 SD(Y_i - Y_j) + \beta_2 DISSIM_{ij} + \beta_3 TRADE_{ij} + \beta_4 SIZE_{ij}, \quad (4.1)$$

kde $SD(e_{ij})$ predstavuje volatilitu bilaterálnych nominálnych menových kurzov meraných ako smerodatnú odchýlku zmeny vzájomného výmenného kurzu medzi krajinami i a j , ktorá reprezentuje samotný OCA index; $SD(Y_i - Y_j)$ je smerodatná odchýlka zmeny relatívneho výstupu; $DISSIM_{ij}$ vyjadruje podobnosť komoditnej štruktúry vývozu vyjadrený ako súčet absolútnych rozdielov v podieloch poľnohospodárskeho, spracovateľského

³⁶ Kučerová (2005) uvádza, že autori medzi ďalšie dôležité premenné pri rozhodovaní o vstupe do menovej únie radia mobilitu pracovnej sily a mieru využitia automatických stabilizátorov. Avšak tieto dve charakteristiky sú dôležité hlavne pre regióny jednej zeme a pri skúmaní asymetrických šokoch nehrali veľkú rolu, a preto sa autori zaoberali len v texte uvedenými kritériami.

a surovinového obchodu na celkovom obchode krajín i a j ; $TRADE_{ij}$ je priemer podielov vzájomného exportu na domácom HDP krajín i a j ; $SIZE_{ij}$ predstavuje veľkosť ekonomiky vyjadrenú ako priemer HDP i a j a β sú koeficienty regresnej rovnice, vyjadrujúce citlivosť celého indexu na danú premennú.

Bayoumi a Eichengreen (1996) vo svojej práci empiricky skúmajú vzorku 21 krajín za časové obdobie 1983 – 1992. Na základe výskumu odhadujú rovnicu v nasledovnom tvare:

$$SD(e_{ij}) = -0,09 + 1,46 SD(Y_i - Y_j) + 0,022 DISSIM_{ij} - 0,054 TRADE_{ij} + 0,012 SIZE_{ij}, \quad (4.2)$$

$$n = 210 \quad R^2 = 0,51 \quad SE = 0,27$$

Kučerová (2005) tvrdí, že autori ukázali, že zmeny OCA indexu v čase závisia na intenzite vzájomného obchodu a asymetrických poruchách výstupu, pričom sa prikláňajú na stranu zástancov hypotézy endogénneho charakteru OCA kritérií.³⁷

4.2 Aktualizácia indexu Horváthom a Komárkom

Cieľom Horvátha a Komárka (2003) v ich práci „*Optimum currency area indices. How close is the Czech Republic to the Eurozone?*“ bolo odhadnutie novej regresnej funkcie. Bolo to z dôvodu aplikácie na aktuálnejšiu časovú radu s cieľom zaistenia stability tejto novej regresnej funkcie. Tvrdili, že pôvodná funkcia Bayoumiho a Eichengreena (1996) bola nestabilná a to z dôvodu, že v skúmanom období (1983 – 1992) bola západná Európa postihnutá finančnou krízou.

V ich práci došlo k miernej modifikácii pôvodnej regresnej funkcie z vyššie uvedených dôvodov. Nakoľko Bayoumi a Eichengreen zistili malú závislosť medzi veľkosťou ekonomiky a tendenciou prechodu na režim fixného kurzu, došlo k nahradeniu premennej veľkosti ekonomiky $SIZE_{ij}$ premennou otvorenosti ekonomiky $OPEN_{ij}$. Analýza sa týka 20 vybraných krajín a časového intervalu 1989-1998. Nová regresná funkcia má nasledujúci tvar:

$$SD(e_{ij}) = \beta_0 + \beta_1 SD(Y_i - Y_j) + \beta_2 DISSIM_{ij} + \beta_3 TRADE_{ij} + \beta_4 OPEN_{ij}, \quad (4.3)$$

³⁷Pre podrobnejší výklad a konkrétne hodnoty indexu OCA viď Bayoumi a Eichengreen (1996) prípadne Kučerová (2005).

kde $OPEN_{ij}$ reprezentuje otvorenosť ekonomiky ktorá sa vypočíta ako aritmetický priemer podielu obchodu (export + import) krajín i a j na ich HDP. Ostatné premenné sa určujú rovnakým spôsobom ako v prípade rovnice (4.1).

Kučerová (2005) uvádza, že autori postupne odhadujú pôvodnú rovnicu (4.1), modifikovanú rovnicu (4.3) a ich vzájomné kombinácie, pričom najvyšší koeficient regresie vyšiel práve u modifikovanej rovnice (4.3).³⁸

OCA indexom sa zaoberali aj ďalší ekonómovia, ktorých empirické výskumy nie sú v tejto práci uvedené z dôvodu rozsahu.³⁹

4.3 Vývoj jednotlivých premenných indexu OCA

Tak ako je uvedené vyššie, samotný OCA index sa skladá z viacerých premenných v závislosti na jednotlivých autoroch. Výhodou samotného indexu je, že v sebe zahŕňa viacero predpokladov a podmienok teórie OCA, ktoré boli dovtedy posudzované jednotlivo. Vďaka tomu OCA index predstavuje komplexnejší nástroj pri skúmaní vhodnosti vstupu krajiny do menovej únie (Viera, 2011).

Pôvodný model Bayoumiho a Eichengreena bol odhadnutý na základe dát z rokov 1983 – 1992. Toto obdobie sa vyznačovalo mnohými špecifikami a líši sa od súčasných podmienok členských krajín EÚ i eurozóny. Koeficienty regresnej funkcie boli odhadnuté pre 21 priemyselných krajín, kedy ich vzorka zahŕňala aj nečlenské štáty EÚ. Tieto fakty prispievajú k tomu, že regresné koeficienty môžu byť určitým spôsobom skreslené a nemusia zohľadňovať špecifiká súčasného prostredia.⁴⁰ Pôvodný model bol aktualizovaný Horváthom a Komárkom (2003), avšak v rámci ich empirického výskumu sa nepotvrdil záver práce Bayoumiho a Eichengreena (1996) v tom, že niektoré krajiny EÚ resp. eurozóny patrili k jadrú a iné k periférii EÚ/eurozóny. Úlohou tejto kapitoly bude overiť záver pôvodného modelu pre vybrané ekonomiky, pretože na základe reálnej konverencie sa krajiny PIIGS radia k periférnej oblasti eurozóny. Práve z tohto dôvodu sa budú jednotlivé premenné, ale aj samotný index OCA určovať z rovnice (4.2). Je potrebné si uvedomiť, že aj napriek nepresnostiam uvedeným vyššie, pôvodný index OCA stále predstavuje alternatívu hodnotenia celkovej výhodnosti prijatia spoločnej meny.

³⁸ Pre konkrétne odhadnuté regresné funkcie a hodnoty indexu OCA vid' Horvath a Komárek (2003).

³⁹ Ide napr. o Cicinbucha a Vávru (2002), ktorí skúmali OCA index pre ČR.

⁴⁰ Pre podrobnejšiu kritiku pôvodného modelu vid' Horváth a Komárek (2002).

OCA index bude vypočítaný pre zvolené štáty EÚ 8, ktorými sú konkrétne krajiny PIIGS v spojení s Holandskom, Belgickom a Nemeckom. Holandsko a Belgicko boli na základe výsledkov empirického výskumu Bayoumiho a Eichengreena (1996) radené medzi krajiny, ktoré dosiahli vysoký stupeň konvergenie. Ku týmto krajinám je vhodné pridať Nemecko, a to z dôvodu, že mnohé európske ekonomiky sú na nemecké národné hospodárstvo vo veľkej miere naviazané. Druhú skupinu tvoria jednotlivé štáty EÚ 27. Skúmaný časový interval je od roku 1999 po rok 2010 z dôvodu dostupnosti dát, ktorých zdrojom pre všetky výpočty je databáza Eurostatu. Výpočet jednotlivých premenných a samotného indexu bude realizovaný na základe metodiky, ktorú využila Viera (2011), pričom vo svojej empirickej časti porovnáva obdobné krajiny ako táto diplomová práca. Predmetom práce nie je odhad nového modelu či nových regresných koeficientov. Z tohto dôvodu bude po vypočítaní jednotlivých čiastočných premenných indexu OCA, dosadená ich hodnota do rovnice (4.2), výsledkom čoho bude finálna hodnota indexu OCA pre zvolené krajiny. V rámci jednotlivých premenných za i bude dosadená hodnota danej premennej pre vybranú krajinu, za j hodnota danej premennej za EÚ 27.

4.3.1 Zladenosť hospodárskych cyklov

S vyššou úrovňou zladenosti hospodárskych cyklov sa taktiež zvyšuje pravdepodobnosť, že prínosy jednotnej meny prevýšia jej náklady. Zladenosť hospodárskych cyklov zachytáva asymetrické šoky na národnej úrovni a určuje sa ako smerodatná odchýlka rozdielu logaritmu reálneho výstupu medzi ekonomikami i a j . Čím je hodnota smerodatnej odchýlky menšia, tým vyššia je zladenosť hospodárskych cyklov. Náklady, ktoré vyplývajú zo straty autonómnej monetárnej politiky, sú v prípade zladenosti hospodárskych cyklov relatívne nízke (Hedija, 2011). Táto premenná sa vypočíta ako rozdiel podielov logaritmov reálneho HDP krajín i a j v čase (t) a ($t-1$) podľa nasledujúceho vzorca:

$$SDY_{ij} = SD \left\{ \ln \left(\frac{HDP_i(t)}{HDP_i(t-1)} \right) - \ln \left(\frac{HDP_j(t)}{HDP_j(t-1)} \right) \right\}, \text{ kde je} \quad (4.4)$$

SDY_{ij} – smerodatná odchýlka reálnych HDP krajín i a j ,

$HDP_{(t)}$ – reálny hrubý domáci produkt krajín i a j v čase t (v euro),

$HDP_{(t-1)}$ – reálny hrubý domáci produkt krajín i a j v čase $t-1$ (v euro).

Tab. č. 4.1: Zladenosť hospodárskych cyklov (SDY) pre krajiny EÚ 8 voči EÚ 27 za roky 1999 - 2010

Krajina/Rok	1999-2001	2002-2004	2005-2007	2008-2010
Belgicko	0,00785	0,00443	0,00376	0,00796
Holandsko	0,00731	0,01230	0,00558	0,01073
Nemecko	0,00133	0,00869	0,00280	0,00879
Grécko	0,03797	0,02987	0,02353	0,02380
Írsko	0,01168	0,02734	0,00874	0,00939
Portugalsko	0,01276	0,01232	0,00855	0,01042
Španielsko	0,00272	0,01006	0,01200	0,00776
Taliansko	0,00096	0,00668	0,01274	0,00798

Zdroj: Eurostat, (2012), vlastné výpočty

Tab. č. 4.1 zachytáva vývoj premennej SDY, pričom z dôvodu prehľadnosti je celé skúmané obdobie rozdelené na štyri trojročné intervaly. Z vývoja uvedenej premennej je možné určiť krajiny, ktorých hospodárske cykly boli najviac zladené s EÚ 27. Konkrétne ide o Belgicko, Nemecko, Holandsko a Taliansko so Španielskom. Za nimi s malým rozdielom nasledujú Portugalsko a Írsko. U Írska však bola v intervale 2002-2004 vypočítaná hodnota na približnej úrovni Grécka, ktoré bolo za celé skúmané časové obdobie charakteristické najvyššou hodnotou SDY, čo hovorí o menšej zladenosti gréckych hospodárskych cyklov s cyklami krajín EÚ 27. Z tohto dôvodu je možné domnievať sa, že strata autonómnej menovej hospodárskej politiky v prípade Grécka bola sprevádzaná značnými nákladmi.

4.3.2 Podobnosť komoditnej štruktúry zahraničného obchodu

Podobnosť komoditnej štruktúry zahraničného obchodu reprezentuje a popisuje nerovnosti v komoditnej štruktúre exportu. Jej vývoj umožní určiť, či v jednotlivých krajinách dochádzalo k špecializácii v rámci využívania komparatívnych výhod (viď Krugmanova hypotéza špecializácie), alebo krajiny navzájom medzi sebou obchodovali s rovnakými skupinami tovarov. Čím je obchodná prepojenosť vyššia, tým je nižšia pravdepodobnosť, že jednotlivé krajiny budú postihnuté špecifickými šokmi. Z tohto dôvodu sú náklady plynúce zo straty autonómnej monetárnej politiky relatívne nízke (Hedija, 2011).

Komoditná štruktúra vývozu je rozdelená na základe klasifikácie Štandardnej medzinárodnej klasifikácie obchodu (SITC, revízia štvrtá) nasledovne:

- 0 potraviny a živé zvieratá,
- 1 nápoje a tabak,
- 2 nepoužívateľné hrubé suroviny s výnimkou palív,
- 3 minerálne palivá, mazivá a príbuzné materiály,
- 4 živočíšne a rastlinné oleje, tuky a vosky
- 5 chemikálie a príbuzné výrobky inde neuvedené,
- 6 zhotovené výrobky delené hlavne podľa materiálu,
- 7 stroje a dopravné zariadenia,
- 8 rôznyi priemyselný spotrebný tovar,
- 9 komodity a predmety obchodu inde nezaradené.

Komoditná štruktúra vzájomného obchodu sa vypočíta podľa nasledujúceho vzorca:

$$DISSIM_{ij} = \sum_{S=1}^N \left| \left(\frac{XS_{ij}}{X_{ij}} \right) - \left(\frac{XS_{ji}}{X_{ji}} \right) \right|, \text{ kde je} \quad (4.6)$$

$DISSIM_{ij}$ – komoditná štruktúra vzájomného obchodu medzi krajinou i a EÚ 27,

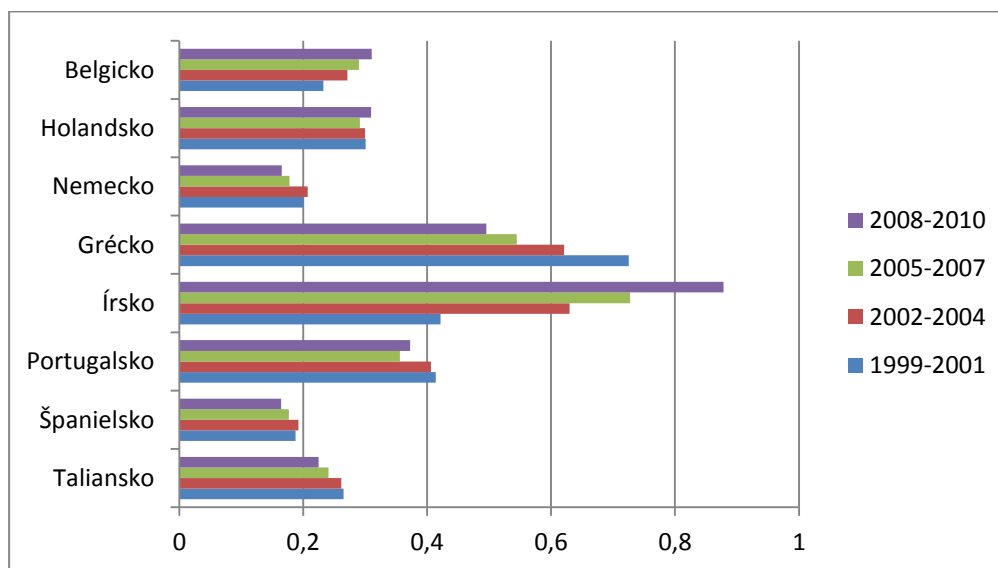
XS_{ij} – export danej triedy z krajiny i do krajiny j (v euro),

X_{ij} – export krajiny i do krajiny j (v euro),

XS_{ji} – export danej triedy z krajiny j do krajiny i (v euro),

X_{ji} – export krajiny j do krajiny i (v euro).

Graf. č. 4.1: Podobnosť komoditnej štruktúry zahraničného obchodu (DISSIM) pre krajiny EÚ 8 voči EÚ 27 za roky 1999 - 2010



Zdroj: Eurostat, (2012), vlastné výpočty

Z dôvodu názornejšej interpretácie je premenná DISSIM uvedená v grafe č. 4.1. Vyššia hodnota predstavuje situáciu, v rámci ktorej sa krajina viac špecializuje a existujú väčšie rozdiely v exportnej štruktúre medzi danou krajinou a EÚ 27. Naopak, nižšia hodnota znamená podobnejšiu exportnú štruktúru jednotlivých krajín EÚ (Hedija, 2011).

Najnižšími hodnotami danej premennej sa za celý skúmaný interval vyznačovali Španielsko a Nemecko, pričom len v rámci rokov 2002-2004 sa u oboch krajín hodnota skúmanej premennej krátkodobo mierne zvýšila. Nízke hodnoty DISSIM boli vypočítané takmer u všetkých analyzovaných krajín, okrem Portugalska, Grécka a Írska. V rámci portugalskej, ale hlavne v rámci gréckej exportnej komoditnej štruktúry je zrejmy markantný konvergenčný vývoj smerom k priemeru EÚ. Jedinou dlhodobo divergenčnou krajinou za skúmané obdobie bolo Írsko, pretože hodnota DISSIM za celý časový interval rástla. Táto skutočnosť svedčí okrem iného aj o orientácii írskeho exportu nielen na krajiny EÚ, ale aj na mimoeurópske štáty. Podiel írskeho mimoeurópskeho exportu na HDP má neustále rastúcu tendenciu a v roku 2010 bol na úrovni 40 % HDP, čo predstavuje absolútne najvyššie percento spomedzi porovnávaných krajín. Podiel írskeho exportu do krajín EÚ má od roku 1999 neustále klesajúcu tendenciu, pričom jeho štruktúra sa na základe vypočítanej hodnoty premennej DISSIM značne líši od priemernej exportnej štruktúry EÚ. Podobným spôsobom

môžu byť interpretované aj vypočítané hodnoty Portugalska a Grécka. Vysoké hodnoty u týchto troch krajín svedčia nielen o vysokej odchýlke v exportnej štruktúre od priemeru EÚ, ale aj o nízkom podiele vnútroodvetvového obchodu⁴¹ na vzájomnom obchode, čo má negatívny vplyv na korelácie hospodárskych cyklov.

4.3.3 Vzájomná obchodná prepojenosť

Vzájomná obchodná prepojenosť reprezentuje náklady a výnosy prijatia spoločnej meny v rámci zahraničného obchodu. Vyššia hodnota tohto ukazovateľa značí vyššie prepojenie jednotlivých ekonomík vzájomným obchodom a zároveň znamená aj veľkú závislosť hospodárskeho rastu danej krajiny na zahraničnom obchode v rámci menovej únie. Čím vyššia je obchodná prepojenosť krajín, tým nižšia je pravdepodobnosť postihnutia krajín špecifickými šokmi. Náklady straty autonómnej monetárnej politiky sú tak relatívne nízke. (Hedija, 2011). Táto premenná sa určí podľa nasledujúceho vzorca:

$$TRADE_{ij} = PRIEMER \left(\frac{X_{ij}}{HDP_i} + \frac{X_{ji}}{HDP_j} \right) \quad (4.5)$$

$TRADE_{ij}$ – vzájomný bilaterálny obchod medzi krajinami i a j ,

X_{ij} – export krajiny i do krajiny j (v euro),

X_{ji} – export krajiny j do krajiny i (v euro),

HDP – nominálny hrubý domáci produkt (v euro).

⁴¹ Vnútroodvetvový obchod predstavuje dovozy a vývozy rovnakého druhu tovarov medzi dvoma regiónmi či krajinami (Kučerová, 2005).

Tab. č. 4.2: Vzájomná obchodná prepojenosť (TRADE) pre krajiny EÚ 8 voči EÚ 27 za roky 1999 - 2010

Krajina/Rok	1999-2001	2002-2004	2005-2007	2008-2010
Belgicko	0,397	0,417	0,454	0,425
Holandsko	0,328	0,322	0,371	0,373
Nemecko	0,186	0,197	0,226	0,217
Grécko	0,123	0,118	0,129	0,124
Írsko	0,346	0,293	0,263	0,259
Portugalsko	0,177	0,175	0,190	0,180
Španielsko	0,163	0,162	0,166	0,160
Taliansko	0,160	0,158	0,173	0,164

Zdroj: Eurostat, (2012), vlastné výpočty

Tab. č. 4.2 reprezentuje vývoj obchodnej prepojenosti zvolených krajín s EÚ 27. Najvyššia prepojenosť za všetky porovnávané intervaly bola vypočítaná u Belgicka s malým odstupom pred Holandskom. Tretia pozícia patrí Írsku, pričom počas celého časového obdobia daná premenná klesala. Nemecko sa prekvapivo umiestnilo až na štvrtom mieste aj napriek tvrdeniam, v rámci ktorých je považované za „hnaciu silu“ obchodného hospodárstva eurozóny. Ostatné krajiny vykazovali relatívne nižšiu hodnotu danej premennej. Za hlavný faktor a činiteľ vplývajúci na vývoj celkovej hodnoty premennej TRADE je možné považovať obdobu ukazovateľa otvorenosti ekonomiky, určenej ako podiel exportu na HDP. U Belgicka a Holandska sa pohyboval za celý skúmaný interval nad úrovňou 50 % HDP, v Írsku mal tento podiel neustále klesajúcu tendenciu (podľa Eurostatu bola v roku 1999 na úrovni 49 % HDP, v roku 2010 na úrovni 32 % HDP). Nemecký podiel exportu na HDP bol v roku 2010 na úrovni takmer 23 % HDP, pričom španielsky, portugalský a taliansky export sa na ich národnom HDP podieľal približne o 10 p. b. menej ako v prípade Nemecka. Jednoznačne najnižší podiel vykazovalo Grécko, pričom za celý skúmaný interval sa pohyboval v rozmedzí len 4 až 5 % HDP. Vo všeobecnosti je možné usúdiť, že obchodné väzby v rámci porovnávaných krajín navzájom medzi sebou boli vybudované už v minulosti a vývoj tohto ukazovateľa sa za skúmané roky príliš nemenil.

4.3.4 Užitočnosť spoločnej meny v transakciách

Užitočnosť spoločnej meny v transakciách je meradlom veľkosti ekonomiky, určenej ako priemer logaritmov HDP krajín i a j a hodnotí prínosy resp. náklady vzdania sa vlastnej národnej meny. Tieto prínosy sú vo všeobecnosti tým vyššie, čím menšia je daná krajina. Tým je totiž spoločná mena v porovnaní s menou národnou viac významná v medzinárodnom porovnaní. Nižšie hodnoty tohto ukazovateľa svedčia o nižšej významnosti národnej meny v medzinárodnom merítku. Čím je hodnota danej premennej nižšia, tým sú prínosy z prijatia spoločnej meny vyššie. (Hedija, 2011). Hodnota premennej sa určí ako priemer súčtu logaritmov reálneho HDP krajín i a j podľa nasledujúceho vzorca:

$$SIZE_{ij} = PRIEMER (\ln HDP_i + \ln HDP_j) \quad (4.7)$$

$SIZE_{ij}$ – veľkosť ekonomiky,

HDP_i – reálny hrubý domáci produkt krajiny i ,

HDP_j – reálny hrubý domáci produkt krajiny j .

Tab. č. 4.3: Užitočnosť spoločnej meny v transakciách (SIZE) pre krajiny EÚ 8 voči EÚ 27 za roky 1999 - 2010

SIZE	1999-2001	2002-2004	2005-2007	2008-2010
Belgicko	6,09	6,20	6,34	6,38
Holandsko	6,60	6,69	6,84	6,88
Nemecko	8,19	8,27	8,39	8,42
Grécko	5,50	5,68	5,87	5,88
Írsko	5,22	5,43	5,65	5,64
Portugalsko	5,41	5,50	5,60	5,62
Španielsko	7,01	7,17	7,34	7,38
Taliansko	7,65	7,74	7,86	7,84

Zdroj: Eurostat, (2012), vlastné výpočty

Tab. č. 4.4 reprezentuje vývoj premennej SIZE, ktorá však nepatrí k základným kritériám OCA, ide predovšetkým o doplnkový ukazovateľ. Jeho samotná výška závisí od objemu vyprodukovaného reálneho HDP, a preto dosiahnuté výsledky nie sú prekvapením. Porovnávané ekonomiky sa z hľadiska objemu produkcie radia medzi väčšie v rámci celej EÚ

(okrem Grécko, Írska a Portugalsko), a práve preto boli ich národné meny v medzinárodnom ponímaní relatívne významnejšími, ako sú meny menších ekonomík. Najvyššia hodnota premennej SIZE bola za celý skúmaný interval vypočítaná u Nemecka, Talianska a Španielska. Za nimi nasledovali Belgicko a Holandsko, pričom najmenšia hodnota bola určená u Grécka, Írska a Portugalska. Tieto tri posledné vymenované krajiny patria medzi menšie z hľadiska vyprodukovaného reálneho HDP a z tohto dôvodu v rámci analýzy premennej SIZE, boli prínosy prijatia spoločnej meny pre tieto krajiny vyššie ako pre ostatné porovnávané ekonomiky.

4.4 Index OCA pre vybrané krajiny

Tak ako je uvedené vyššie, index OCA predstavuje jeden zo základných alternatívnych spôsobov určenia vhodnosti prístúpenia krajiny do menovej únie. Vo všeobecnosti sa skladá zo štyroch základných premenných, ktorých vývoj a výpočet bol popísaný na predchádzajúcich stranách.

Predmetom práce nie je odhad nového modelu resp. nových regresných koeficientov regresnej funkcie. Z tohto dôvodu budú konkrétne vypočítané hodnoty jednotlivých premenných dosadené do rovnice (4.2). Týmto spôsobom bude určená finálna hodnota zvolených krajín (v rovnici zastúpené *i*) v konfrontácii s EÚ 27 (v rovnici zastúpená *j*).

Pre úplnosť a objektivitu výkladu indexu OCA na základe pôvodnej rovnice je vhodné opätovne pripomenúť jeho nedostatky. Pôvodne bol model odhadnutý pre 21 priemyselných krajín, pričom táto vzorka zahŕňala aj nečlenské štáty EÚ. Autori modelu pracovali s dátami v časovom intervale 1983-1992, pričom išlo o obdobie vyznačujúce sa rôznymi špecifikami. Z týchto dôvodov môžu byť jednotlivé koeficienty regresnej funkcie skreslené a nemusia zodpovedať súčasnej situácii. Aj napriek týmto nedostatkom však index OCA stále predstavuje jeden zo základných komplexných nástrojov hodnotenia nákladov a výnosov prijatia spoločnej meny. Index je takisto založený na predpoklade, že pre krajiny je zavedenie spoločnej jednotnej meny tým výhodnejšie, čím má nominálny kurz týchto krajín menšiu tendenciu ku kolísaniu. Autori pôvodného indexu skúmali vhodnosť vytvorenia menovej únie v rámci 21 krajín, pričom posudzovali práve osciláciu národných nominálnych kurzov navzájom medzi sebou. Nakoľko sú komparované krajiny tejto diplomovej práce členmi eurozóny, nie je možné uplatniť pôvodnú interpretáciu. Z tohto dôvodu bude metodika empirickej časti indexu OCA interpretovaná na základe výskumu Hedije (2011). Hedija

(2011) v rámci analýzy indexu OCA pracuje okrem iného aj s členskými krajinami eurozóny. Výsledkom výskumu je sledovanie divergencie alebo konvergence jednotlivých krajín voči vybraným krajinám EÚ.⁴²

Bayoumi a Eichengreen (1996) vo svojej analýze vyslovili záver, že niektoré z porovnávaných krajín patrili k jadrú a iné k periférii EÚ/eurozóny. Úlohou tejto podkapitoly bude overiť záver pôvodného modelu pre vybrané ekonomiky, pretože napr. krajiny PIIGS sa vo všeobecnosti radia k periférnej oblasti eurozóny. Mierna odchýlka vypočítaného indexu OCA od hodnôt indexu Bayoumiho a Eichengreena (1996) a taktiež aj od Hedije (2011) je spôsobená použitím odlišného zdroju dát, ktorým pre všetky výpočty v diplomovej práci je databáza Eurostatu. Z tohto dôvodu nemôžu byť výsledky vypočítané v tejto diplomovej práci porovnávané s výsledkami vyššie uvedených autorov, ale musia byť interpretované samostatne.

Tab. č. 4.4: Vývoj indexu OCA pre krajiny EÚ 8 voči EÚ 27 za roky 1999 - 2010

OCA INDEX	1999-2001	2002-2004	2005-2007	2008-2010	1999-2010
Belgicko	-0,0244	-0,0256	-0,0280	-0,0177	-0,0239
Holandsko	-0,0137	-0,0088	-0,0161	-0,0121	-0,0127
Nemecko	0,0142	0,0228	0,0101	0,0165	0,0159
Grécko	0,0004	0,0264	0,0020	0,0295	0,0146
Írsko	0,0430	0,0225	0,0207	0,0339	0,0300
Portugalsko	0,0012	0,0026	-0,0083	-0,0013	-0,0014
Španielsko	0,0108	0,0105	0,0073	0,0074	0,0090
Taliansko	0,0081	0,0151	0,0194	0,0164	0,0147

Zdroj: Eurostat, (2012), vlastné výpočty

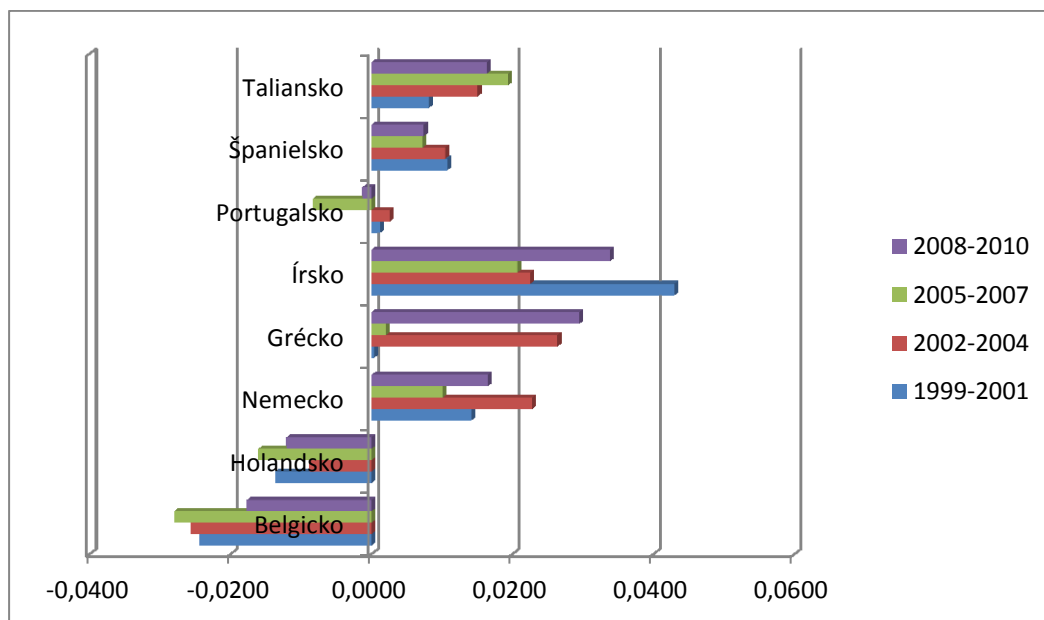
Tab. č. 4.4 reprezentuje finálny výpočet indexu OCA pre jednotlivé zvolené krajiny. Celé časové obdobie je z dôvodu prehľadnosti rozdelené do piatich časových intervalov vrátane súhrnného OCA indexu za celé sledované obdobie. Vo všeobecnosti je možné usúdiť, že vyššia hodnota indexu hovorí o nižšej užitočnosti spoločnej meny, nižšia hodnota svedčí o vyššej užitočnosti spoločnej meny v spojení s vyššou mierou zladenosti jednotlivých národných hospodárstiev.

⁴² Pre konkrétny výskum vid' Hedija (2011).

Na základe uvedených vypočítaných výsledkov je možné usúdiť, že hodnoty OCA indexu pre všetky skúmané krajiny sú na nízkej úrovni, pričom situácia bude analyzovaná na základe výslednej celkovej hodnoty indexu OCA za celý časový interval. Najnižšie hodnoty indexu boli vypočítané u Belgicka s minimálnym odstupom pred Holandskom. Na základe toho je možné usúdiť, že práve tieto dve ekonomiky by mali v najväčšej miere profitovať z využívania spoločnej meny. Veľmi nízke hodnoty indexu boli u Belgicka a Holandska spôsobené výbornými čiastkovými výsledkami jednotlivých premenných, prevažne však išlo o premennú TRADE. V rámci nej dosiahli tieto dve krajiny najvyššiu absolútnu hodnotu, čo svedčí o veľmi nízkej pravdepodobnosti zasiahnutia týchto ekonomík asymetrickým šokom a veľmi vysokej vzájomnej obchodnej prepojenosti s ostatnými krajinami EÚ 27. V poradí treťou krajinou s najnižšou hodnotou indexu OCA bolo prekvapivo Portugalsko, hoci v rámci krajín eurozóny sa na základe reálnej konvergencie (podľa HDP v PPS) radí medzi perifériu. Analýza výslednej hodnoty OCA indexu Portugalska je veľmi zaujímavá a po podrobnejšom skúmaní čiastkových premenných, nie je výsledok indexu náhodný. Hoci krajina dosiahla horšie výsledné čísla pri premennej DISSIM, vďaka nižšej hodnote SDY a SIZE došlo ku kompenzácii týchto horších hodnôt. SDY svedčiaca o zladenosti hospodárskych cyklov patrila medzi najnižšie v rámci porovnávaných krajín, pričom podobne tomu bolo aj v prípade premennej SIZE. Po portugalskej ekonomike nasleduje Španielsko, ktoré však zároveň predstavuje prvú z vyššie uvedených krajín, ktorej výsledná hodnota indexu OCA je na kladnej úrovni. Samotná hodnota indexu je veľmi nízka aj napriek relatívne vysokej hodnote premennej SIZE. Dôvod nízkej finálnej hodnoty OCA indexu spočíva v ukazovateli DISSIM. Tento ukazovateľ ja na najnižšej úrovni spomedzi porovnávaných krajín, čo svedčí o minimálnych odchýlkach v komoditnej štruktúre exportu. Za Španielskom sa umiestnila hneď trojica krajín s veľmi podobnou hodnotou indexu OCA. Konkrétne ide o Taliansko, Grécko a Nemecko, pričom ich výsledok indexu sa pohyboval na úrovni od 0,0147 až po 0,0159. U Talianska a Nemecka boli tieto výsledky spôsobené vyššou hodnotou premennej SIZE, ktorá bola najvyššia práve u týchto ekonomík. Grécko by sa s najvyššou pravdepodobnosťou umiestnilo ešte lepšie, ale vysoká hodnota SDY to znemožnila, pretože bola na absolútne najvyššej hodnote spomedzi sledovaných ekonomík. Poslednou hodnotenou krajinou ostalo Írsko, ktorého index OCA bol na absolútne najvyššej úrovni čo sa týka jednotlivých krajín. Írske hodnoty jednotlivých čiastkových premenných neboli najhoršie, skôr sa pohybovali na priemernej úrovni porovnávaných krajín. Veľký rozdiel však bol

v premennej DISSIM, kde Írsko dosiahlo absolútne bezkonkurenčne najvyššiu hodnotu počas celého sledovaného obdobia. Práve nezrovnalosť a veľké odchýlky exportnej štruktúry sa podpísali tom, že írsky OCA bol spomedzi komparovaných štátov na najvyššej úrovni.

Graf. č. 4.2: Vývoj indexu OCA pre krajiny EÚ 8 voči EÚ 27 za roky 1999 - 2010



Zdroj: Eurostat, (2012), vlastné výpočty

Pre názornejšiu interpretáciu indexu OCA v súvislosti s divergenčným alebo konvergenčným procesom je uvedený graf č. 4.2. Je zrejmé, že počas jednotlivých časových intervalov ani u jednej krajiny nebol zaznamenaný sústavný konvergenčný alebo divergenčný proces, ale dochádzalo k neustálemu striedaniu sa týchto dvoch fáz navzájom medzi sebou v závislosti na vývoji jednotlivých premenných indexu OCA. Je možné domnievať sa, že to je spôsobené tým, že väčšina vzájomných ekonomických väzieb bola vybudovaná dávnejšie, už pred vytvorením eurozóny. Vo všeobecnosti je možné usúdiť, že rast OCA indexu znamená rast divergencie a pokles OCA indexu značí konvergenčný proces. Najvyšším divergenčným procesom je charakteristické Írsko a Grécko, naopak najvyššia miera konvergencie bola zaznamenaná u Belgicka a Holandska.

Na základe vyššie uskutočneného opisu a analýzy vývoja indexu OCA je následne možné zamerať sa na potvrdenie záveru práce Bayoumiho a Eichengreena (1996) o existencii jadra a periférie v eurozóne resp. v EÚ. Na začiatku analýzy indexu OCA existoval

všeobecný predpoklad vychádzajúci z reálnej konvergenzie, na základe ktorého budú krajiny PIIGS patriť do periférnej oblasti a Nemecko, Holandsko a Belgicko do jadra eurozóny. Z výsledkov je zrejmy nasledujúci stav. Všetky zo skúmaných ekonomík dosiahli relatívne nízke hodnoty indexu OCA, svedčiacej o správnej voľbe prístupu jednotlivých krajín k menovej únii. V rámci jednotlivých ukazovateľov niektoré zo štátov vykazovali určité extrémne hodnoty, ktoré však v konečnom dôsledku vo veľkej miere neovplyvnili finálnu hodnotu indexu OCA. Je možné domnievať sa, že len na základe výsledkov samotného OCA indexu nie je možné uskutočniť správne a objektívne rozhodnutie týkajúce sa existencie jadra a periférie v eurozóne. Výsledky priemerných OCA indexov za jednotlivé čiastočné časové intervaly, ako aj hodnota výsledného priemerného OCA indexu za celý skúmaný interval sú natoľko nízke, že neindikujú a neumožňujú možnosť jednoznačného, jasného a striktného rozhodnutia. Na to, aby mohlo byť presne stanovené delenie porovnávaných krajín na jadro a perifériu, by bolo potrebné brať do úvahy ukazovatele reálnej konvergenzie či nominálnej konvergenzie, pretože na základe vypočítanej hodnoty samotného OCA indexu, tak nie je možné jasne uskutočniť. V tomto prípade môže OCA index predstavovať len podporný prvok ku rozhodnutiu, nie však hlavný faktor rozhodovania o „dvojrýchlostnej“ Európe. Práve na základe týchto skutočností je možné stotožniť sa s aktuálnejšími výsledkami práce Horvátha a Komárka (2003), ktorí vo svojom výskume taktiež nepotvrdili delenie skúmaných krajín na perifériu a jadro. Dôvod vzniknutej skutočnosti je možné nájsť v nedostatkoch pôvodného modelu, ktorý zahŕňal v sebe aj mimoeurópske krajiny a hospodárska situácia jednotlivých štátov nezodpovedala súčasnému stavu ekonomík v spojení s napredujúcim integračným procesom v celej EÚ.

5 Záver

Cieľom diplomovej práce bolo overiť hypotézu existencie jadra a periférie v eurozóne pomocou indexu OCA na zvolených krajinách. V práci je taktiež uskutočnená deskripcia dlhovej krízy eurozóny. Z týchto dôvodov je úvodná teoretická časť diplomovej práce bola rozdelená do troch statí. Prvá podkapitola bola určená samotnému pojmu kríza v spojení s rozčlenením a definovaným jednotlivých druhov kríz. Taktiež ako praktický príklad z minulosti boli v krátkosti popísané mexická, ázijská, ruská a brazílska kríza. Po deskripcii vymenovaných kríz bola v druhej podkapitole vysvetlená teória OCA a jej jednotlivé verzie. Záver úvodnej kapitoly bol určený nákladom, výnosom a dopadom zavedenia spoločnej meny.

Úlohou druhej kapitoly bolo opísať priebeh dlhovej fázy krízy v eurozóne. Samotná finančná kríza sa začala prejavovať už začiatkom roku 2007, pričom jej počiatočným javom bol kolaps na americkom hypotekárnom trhu vyúsťujúci až do pádu Lehman Brothers v septembri 2008. Postupne došlo k jej plynulému prechodu smerom k ekonomickej recesii, až sa dostala do svojej súčasnej dlhovej fázy. Finančná kríza naplno odhalila vnútorné problémy heterogénnej eurozóny a krajinami najviac ohrozenými bankrotom sa stali štáty PIIGS. Ich situácia však nie je náhodným javom, ale demonštruje dlhodobý a všeobecný problém ekonomickej nesúrodosti eurozóny. Grécko bolo prvou krajinou nútenou o požiadanie medzinárodnej finančnej pomoci, ktorá sa postupne navýšila až na 230 mld. eur. Aj napriek viacerým úsporným opatreniam sa dlh krajiny pohyboval v roku 2010 na úrovni 150 % HDP, pričom krajina sa začiatkom roku 2012 dostala do štádia riadeného bankrotu, ktorý bol spočiatku mnohými politickými lídrami eurozóny odmietaný. Druhou krajinou, ktorá požiadala o medzinárodnú finančnú pomoc bolo Írsko, ktoré sa však nedostalo do súčasnej situácie na základe nezodpovedného hospodárenia vlád, ako napr. Grécko, ale v dôsledku existencie realitnej bubliny. Po jej prasknutí v čase prelievania sa finančnej krízy z USA do Európy, musela írská vláda sanovať tri najväčšie írske banky. Ako dôsledok tohto rozhodnutia sa od roku 2007 do roku 2010 zvýšil vládny dlh o vyše 70 p. b. na úroveň až 90 % HDP. Írsky balíček pomoci sa vyšplhal na úroveň 85 mld. eur. Španielsko bolo v 90-tych rokoch 20. storočia považované za ekonomicú „superstar“ starého kontinentu, pretože nepretržite ekonomicky rástlo 14 rokov po sebe, konkrétne od roku 1994. Španielske banky sa taktiež vyhýbali americkým sekuritizovaným balíčkom, a preto sa nepredpokladalo,

že španielska ekonomika sa môže dostať do tak závažných problémov. Avšak prasknutie realitnej bubliny a vysoký súkromný dlh spôsobili veľké problémy bankového sektoru, ktorý funguje len na základe pôžičky od ECB vo výške 70 mld. eur. Jedinou výhodou Španielska je, že jeho súčasná situácia je v tieni gréckych problémov. Talianska ekonomika je charakteristická verejným dlhom pohybujúcim sa dlhodobo nad úrovňou 100 % HDP, a preto sa radí medzi najviac ohrozené štáty eurozóny. Euroval zatiaľ nedisponuje tak veľkou úverovou kapacitou postačujúcou na pokrytie talianskeho dlhu, a preto by bankrot Talianska s najvyššou pravdepodobnosťou znamenal aj rozpad eurozóny. Portugalsko bolo v poradí treťou krajinou, ktorej bola poskytnutá medzinárodná finančná pomoc vo výške 78 mld. eur v máji 2011. Spoločným prvkom všetkých krajín bola politická neistota a nestabilita, ktorá vo všetkých krajinách viedla k pádu vlád a k predčasným parlamentným voľbám. Krajiny PIIGS je možné rozdeliť na dve skupiny. Prvou sú nezodpovedne hospodáriace krajiny ako Grécko, Taliansko a Portugalsko a druhou skupinu sú Írsko a Španielsko, ktoré sa dostali do problémov po prasknutí realitnej bubliny v ich ekonomikách. Opatrenia európskych lídrov v snahe o stabilizáciu situácie v eurozóne spočívali v posilnení regulácie, vytvorením „záchranej pavučiny Európy“, či podpise fiškálneho paktu. Jednotlivé záchranné fondy sa viackrát navýšili, čo dokumentuje ich nesystémovosť. Hlavnú hybnú silu pri týchto opatreniach predstavovali Francúzsko a Nemecko, ktorých banky sa najväčšou mierou podieľali na financovaní gréckeho dlhu. Tento fakt značí potrebu stanovenia opodstatnenej miery solidarity a jej líšenia od pseudosolidarity k nezodpovedným členom. EÚ bola predurčená na úlohu globálneho hráča na medzinárodnom poli. Ešte nedávno ponúkala riešenia, avšak teraz sa sama stala problémom. Jedná sa pravdepodobne o rozhodujúci moment nielen eurozóny, ale aj celej EÚ, za ktorým bude nasledovať buď postupný úpadok, alebo sa EÚ znovu stane dôveryhodným a rešpektovaným partnerom.

Tretia empirická kapitola bola určená výpočtu indexu OCA pre jednotlivé zvolené krajiny. OCA index predstavuje jeden zo základných alternatívnych spôsobov hodnotenia nákladov a výnosov vyplývajúcich z členstva v menovej únii. Jeho výhodou je, že sa skladá z viacerých premenných, a tým pádom v sebe zahŕňa viacero predpokladov a podmienok teórie OCA, ktoré boli dovtedy posudzované jednotlivo. OCA index bol vypočítaný pre zvolené štáty EÚ 8, ktorými boli konkrétne krajiny PIIGS v spojení s Holandskom, Belgickom a Nemeckom. Hodnota jednotlivých kritérií sa určovala v rámci prepojenosti s EÚ

27. Prvou skúmanou premennou bola zladenosť hospodárskych cyklov SDY. Najvyššia zladenosť bola zistená u Belgicka, Nemecka, Holandska, Talianska a Španielska s malým odstupom pred Portugalskom, najnižšia u Grécka a Írska. Druhou skúmanou premennou indexu OCA bola podobnosť komoditnej štruktúry exportu. S výnimkou Grécka a Írska bola nameraná u všetkých krajín nízka hodnota danej premennej DISSIM. Práve z tohto dôvodu existujú u týchto dvoch krajín veľké odchýlky od priemernej exportnej štruktúry EÚ a nízky podiel vnútroodvetvového obchodu. Vzájomná obchodná prepojenosť TRADE ako tretia analyzovaná premenná sa zameriava prepojením jednotlivých ekonomík vzájomným obchodom. Toto prepojenie bolo najvyššie u Belgicka, Holandska, ale aj Írska či Nemecka. Za nimi nasledovali Portugalsko, Španielsko a Taliansko, pričom absolútne najmenší podiel bol zaznamenaný u Grécka. Poslednou čiastkovou premennou bola veľkosť ekonomiky určenej na základe objemu vyprodukovaného reálneho HDP. Z tohto dôvodu boli najvyššie hodnoty vypočítané u Nemecka, Talianska a Španielska, za ktorými nasledovali Belgicko a Holandsko. Najmenšia hodnota bola určená u Grécka, Írska a Portugalska. Po vypočítaní čiastkových výsledkov jednotlivých premenných došlo k určeniu výsledného indexu OCA pre krajiny EÚ 8. Aj napriek tomu, že v rámci vývoja jednotlivých ukazovateľov niektoré zo štátov vykazovali určité extrémne hodnoty, neovplyvnili v konečnom dôsledku vo veľkej miere finálnu hodnotu indexu OCA. Index OCA bol u všetkých zo skúmaných krajín vypočítaný na relatívne nízkej úrovni, bez väčších rozdiel medzi jednotlivými krajinami. Z tohto dôvodu nebolo možné uskutočniť objektívne jednostranné rozhodnutie potvrdzujúce resp. vyvracajúce existenciu jadra a periférie v eurozóne. V tomto prípade vypočítaný OCA index predstavuje len podporný prvok pri rozhodovaní, nie hlavné kritérium rozhodovania. Práve preto bolo možné sa stotožniť s aktuálnejšími výsledkami práce Horvátha a Komárka (2003), ktorí vo svojom výskume taktiež nepotvrdili delenie skúmaných krajín na perifériu a jadro.

Diplomová práca sa venovala dlhovej kríze eurozóny. Nakoľko krajiny PIIGS, ktoré sú v súčasnosti najviac ohrozené bankrotom sa na základe reálnej konvergenie radia k periférii eurozóny, bolo predmetom empirickej časti práce túto hypotézu vychádzajúcu aj z výskumu OCA indexu potvrdiť.

Zoznam použitej literatúry

Publikácie:

1. ALLEN, E. Roy, 2009. *Financial Crises and Recession in the Global Economy*. UK: MPB BooksGroup. ISBN 978-1-84844-830-8.
2. CIHELKOVÁ, Eva, 2008. *Mezinárodní ekonomie II*. Praha: C. H. Beck. ISBN 978-80-7400-054-6.
3. COURCHENE, J. Thomas, 2000. *Money, Markets and Mobility: Celebrating the Ideas of Robert A. Mundell Nobel Laureate in Economic Sciences*. Ontario: John Deutsch Institute for the Study of Economic Policy. ISBN 0-88911-820-5.
4. DVOŘÁK, Pavel, 2008. *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. Praha: C. H. Beck. ISBN 978-80-7400-075-1.
5. FOSTER, B. John a Fred MAGDOFF, 2009. *Velká finanční krize příčiny a následky*. Český Těšín: Grimmus. ISBN 978-80-902831-1-4.
6. GRAUWE, Paul De, 2005. *Economics of Monetary Union*. New York: Oxford University Press. ISBN 978-0-19-927700-1.
7. GUP, E. Benton, 2010. *The Financial and Economic Crises*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited. ISBN 978-1-84844-666-3.
8. HELÍSEK, Mojmír, 2009. *Euro v ČR z pohľadu ekonómov*. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk. ISBN 978-80-7380-182-3.
9. HELÍSEK, Mojmír, 2004. *Měnové krize (empirie a teorie)*. Praha: Professional Publishing. ISBN 80-86419-82-7.
10. JANÁČKOVÁ, Stanislava, 2010. *Krize eurozóny a dluhová krize vyspělého světa*. Praha: CEP – Centrum pro ekonomiku a politiku. ISBN 978-80-86547-95-4.
11. JONÁŠ, Jiří, 2000. *Světová ekonomika na přelomu tisíciletí*. Praha: Management press. ISBN 80-7261-016-3.
12. KAŇA, Radomír, 2007. *Evropská unie A*. Ostrava: VŠB – Technická univerzita. ISBN 978-80-248-1412-4.
13. KLAUS, Václav, 2011. *Evropská integrace bez iluzí*. Praha: Knižní klub. ISBN 978-80-242-3326-0.
14. KOLB, Robert, 2010. *Lessons From the Ginancial Crisis: Causes, Consequences, and Our Economic Future*. USA: Wiley. ISBN 978-0-470-56177-5.

15. KOHOUT, Pavel, 2010. *Finance po krizi: důsledky hospodářské recese a co bude dál*. Praha: Grada Publishing, a. s. ISBN 978-80-247-3583-2.
16. KRUGMAN, R. Paul, 2009. *International Economics: Theory and Policy*. 3. vyd. Berkeley: University of California. ISBN 978-0-321-55398-0.
17. KRUGMAN, R. Paul, 2009. *Návrat ekonomické krize*. Praha: Vyšehrad. ISBN 978-80-7021-984-3.
18. KUČEROVÁ, Zuzana, 2005. *Teorie optimální měnové oblasti a možnosti její aplikace na země střední a východní Evropy*. Praha: Vydavatelství ČVUT. ISBN 80-86729-18-4.
19. LACINA, Lubor, 2007. *Měnová integrace: náklady a přínosy členství v měnové unii*. Praha: C. H. Beck. ISBN 978-80-7179-560-5.
20. LACINA, Lubor a Petr ROZMAHEL et al., 2010. *Euro: áno/nie?* Praha: Alfa Nakladatelství. ISBN 978-80-87197-26-4.
21. LACINA, Lubor a Vladimír RUSEK et al., 2007. *Evropská unie: trendy, příležitosti, rizika*. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk. ISBN 978-80-7380-077-2.
22. NACHTIGAL, Vladimír a Vladimír TOMŠÍK, 2002. *Konvergence zemí střední a východní Evropy*. Praha: Právnické a ekonomické nakladatelství a knihkupectví Bohumily Hořínkové a Jana Tuláčka. ISBN 80-7201-361-0.
23. ROBERTS, Lawrence, 2008. *The Great Housing Bubble*. Las Vegas: Monterey Cypress Publishing. ISBN 0-615-22693-0.
24. SLANÝ, Martin, 2010. *Autoři CEPu o euru*. Praha: CEP – Centrum pro ekonomiku a politiku. ISBN 978-80-86547-94-7.
25. ZÁHRADNÍK, Petr, 2003. *Vstup do Evropské unie. Přínosy a náklady konvergence*. Praha: C. H. Beck. ISBN 80-7179-472-4.

Internetové zdroje:

1. BAYOUMI Tamin and Barry EICHENGREEN, 1996. *Ever Closer to Heaven? An Optimum Currency Area Index for European Countries* [online]. eScholarship 1996 [cit. 19. 03. 2012]. Dostupné z: <http://escholarship.org/uc/item/5dt9501s#page-3>
2. CINCINBUCH, Martin a David VÁVRA, 2000. *Na cestě k EMU: Potřebujeme flexibilní měnový kurz?* [online]. Charles University of Praha 6/2000 [cit. 20. 03. 2012]. Dostupné z: http://journal.fsv.cuni.cz/storage/2538_200006mc.pdf

3. DARVAS, Zsolt a Gyorgy SZAPÁRY, 2006. *Business Cycle Synchronization in the Enlarged EU*. [online]. Working paper 4/2006 [cit. 28. 02. 2012]. Dostupné z: http://web.uni-corvinus.hu/matkg/working_papers/wp_2006_4_darvas_szapary.pdf
4. FRANEKL, Jeffrey a Andrew ROSE, 1996. *The endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria*. [online]. Working Paper 1996 [cit. 20. 02. 2012]. Dostupné z: <http://www.nber.org/papers/w5700.pdf>
5. FORESTI, Pasquale, 2007. *Is Latin America an Optimal Currency Area? Evidence from a Structural Vector Auto-regression Analysis* [online]. Munich Personal RePEc Archive 2007 [cit. 03. 03. 2012]. Dostupné z: http://mpira.ub.uni-muenchen.de/2961/1/MPRA_paper_2961.pdf
6. HEDIJA, Veronika, 2011. *Index OCA – aplikace na země EU10* [online]. Ekonomická revue VŠB-TUO 2011 [cit. 19. 03. 2012]. Dostupné z: <http://www.vsb.cz/export/sites-root/ekf/cerei/cs/okruhy/cisla/vol14num2/dokumenty/VOL14NUM02PAP02.pdf>
7. HORVATH, Julius, 2003. *Optimum Currency Area Theory: A Selective Review* [online]. Discussion Papers 2003 [cit. 29. 02. 2012]. Dostupné z: <http://129.3.20.41/eps/mac/papers/0401/0401014.pdf>
8. HORVÁTH Roman a Luboš KOMÁREK, 2002. *Optimum Currency Area Theory: A Framework for Discussion about Monetary Integration* [online]. Warwick Economic 2002 Research Papers [cit. 15. 03. 2012]. Dostupné z: http://wrap.warwick.ac.uk/1539/1/WRAP_Horvath_twerp647.pdf
9. HORVÁTH, Roman a Luboš KOMÁREK, 2002. *Teorie optimálních měnových zón: rámce k diskuzím o monetární integraci* [online]. Charles University of Praha 2002 [cit. 14. 03. 2012]. Dostupné z: http://journal.fsv.cuni.cz/storage/801_386_407.pdf
10. KAPOUNEK Svatopluk a LACINA Lubor, 2007. *Korelace hospodářských cyklů v eurozóně: test endogeneity procesu evropské integrace*. [online]. Výzkumní centrum PEF 2007 [cit. 28. 03. 2012]. Dostupné z: https://is.mendelu.cz/dok_server/slozka.pl?id=39500;download=40982
11. KOMÁREK, Luboš a Zdeněk ČECH et al., 2003. *Optimum Currency Area Indices: How Close is Czech Republic to the Eurozone?* [online]. Working Paper Series 2003 [cit. 14. 03. 2012]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/research/research_publications/cnb_wp/download/wp10-2003.pdf

12. LAROSIERE, Jacques, 2009. *The High Level Group of Financial Supervision in the EU* [online]. European Commission 2009 [cit. 15. 03. 2012]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf
13. MONGELLI, Francesco, 2002. „*New Views*“ on *The Optimum Currency Area Theory: What is EMU Telling Us?* [online]. Working Paper Series 2002 [cit. 28. 02. 2012]. Dostupné z: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp138.pdf>
14. POZMAHEL, Petr, 2008. *Význam endogenity teorie optimálních měnových oblastí v procesu Evropské měnové integrace* [online]. Národohospodářsky obzor 2008 [cit. 16. 03. 2012]. Dostupné z: <http://is.muni.cz/do/econ/soubory/aktivity/obzor/6182612/6182618/07RozmahelHOTOVO-A.pdf>

Ostatné internetové zdroje:

1. AKTUALITY, 2011. *Chorá nie je len grécka ekonomika, ale aj spoločnosť* [online]. Azet [cit. 11. 03. 2012]. Dostupné z: <http://www.aktuality.sk/clanok/190620/choranie-je-len-grecka-ekonomika-ale-aj-spolocnost/>
2. BUSINESSINFO, 2012. *Portugalsko: ekonomická charakteristika zeme* [online]. Czech Trade [cit. 11. 03. 2012]. Dostupné z: <http://www.businessinfo.cz/cz/sti/portugalsko-ekonomicka-charakteristika-zeme/4/1000793/>
3. BUSINESSINFO, 2011. *Kríza v Írsku: dôvody a opatrenia* [online]. Czech Trade [cit. 11. 03. 2012]. Dostupné z World Wide Web: <http://www.businessinfo.cz/cz/clanek/irsko/irsko-krize-opatreni-ekonomika-sprava/1000785/56808/>
4. EURACTIV, 2010. *Grécka kríza odhalila slabé stránky EÚ* [online]. EÚ [cit. 10. 03. 2012]. Dostupné z World Wide Web: <http://www.euractiv.sk/ekonomika-a-euro/clanok/grecka-kriza-odhalila-slabe-stranky-eu-015863>
5. EURACTIV, 2012. *Dlhová kríza v eurozóne* [online]. EÚ [cit. 11. 03. 2012]. Dostupné z: http://www.euractiv.sk/rozsirovanie/zoznam_liniek/dlhova-kriza-v-eurozone-000288
6. EUROKRÍZA, 2012. *Sulík víri stojaté európske vody* [online]. EÚ [cit. 11. 03. 2012]. Dostupné z: <http://eurokriza.sk/2012/02/richard-sulik-viri-stojate-europske-vody/>

7. EUROSTAT, 2012. *Statistics* [online]. Eurostat [cit. 03. 03. 2012]. Dostupné z World Wide Web: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tsieb020>
8. FEDERAL RESERVE BANK, 2012. *Graph: Effective Federal Funds Rate (FF)* [online]. FRB [cit. 16. 03. 2012]. Dostupné z: <http://research.stlouisfed.org/fred2/graph/?id=FF>
9. FINMAG, 2010. *Španielska finančná kríza*. [online]. Ecopress [cit. 10. 03. 2012]. Dostupné z World Wide Web: <http://www.finmag.cz/cs/finmag/ekonomika/spanelska-financni-krize-quot-ztrata-z-cihel-quot/>
10. GUARDIAN, 2011. *Italy's debt crisis: ten reasons to be fearful* [online]. BBC [cit. 11. 03. 2012]. Dostupné z: <http://www.guardian.co.uk/business/2011/nov/09/italys-debt-crisis-ten-reasons-to-be-fearful>
11. HOSPODÁRSKA KRÍZA, 2011. *Kreditná kríza v USA* [online]. Webnode [cit. 11. 03. 2012]. Dostupné z: <http://hospodarskakriza.webnode.sk/news/kreditna-kriza-v-usa/>
12. HOSPODÁRSKE NOVINY, 2012. *Krugman: nový balík Grécku nepomôže* [online]. Ecopress [cit. 11. 03. 2012]. Dostupné z: <http://finweb.hnonline.sk/c1-54811090-krugman-novy-balik-grecku-nepomoze>
13. HOSPODÁRSKE NOVINY, 2012. *Česko a Británia sa vzopreli únii*. [online]. Ecopress [cit. 11. 03. 2012]. Dostupné z: <http://hnonline.sk/c1-54564220-cesko-a-britania-sa-vzopreli-unii>
14. HOSPODÁRSKE NOVINY, 2012. *Gréci už zbankrotovali päťkrát* [online]. Ecopress [cit. 10. 03. 2012]. Dostupné z: <http://finweb.hnonline.sk/c1-54703830-greci-uz-zbankrotovali-patkrat>
15. HOSPODÁRSKE NOVINY, 2011. *Kolko bude nakoniec eurovalov?* [online]. Ecopress [cit. 11. 03. 2012]. Dostupné z: <http://finweb.hnonline.sk/c1-53251920-kolko-bude-nakoniec-eurovalov-span-class-koment-komentar-dna-span>
16. HOSPODÁRSKE NOVINY, 2011. *Merkelová: ak nezníži dlh Taliansko, euroval nepomôže* [online]. Ecopress [cit. 11. 03. 2012]. Dostupné z: <http://finweb.hnonline.sk/c1-53323260-merkelova-ak-neznizi-dlh-taliansko-euroval-nepomoze>

17. HOSPODÁRSKE NOVINY, 2011. *Rok 2011: desať naj zo sveta financií* [online]. Ecopress [cit. 12. 03. 2012]. Dostupné z: <http://finweb.hnonline.sk/c1-54297680-rok-2011-desat-naj-zo-sveta-financii>
18. HOSPODÁRSKE NOVINY, 2011. *Komisia chce upokojiť trhy, má plán na krotenie rozpočtov* [online]. Ecopress [cit. 15. 03. 2012]. Dostupné z: <http://finweb.hnonline.sk/c1-53730710-komisia-chce-upokojit-trhy-ma-plan-na-krotenie-rozpocetov>
19. HOSPODÁRSKE NOVINY, 2011. *Pre Portugalcov niet cesty späť a Grécka dráma pokračuje* [online]. Ecopress [cit. 15. 03. 2012]. Dostupné z: <http://finweb.hnonline.sk/c1-52062290-pre-portugalcov-niet-cesty-spat-drama-grecka-pokracuje>
20. HOSPODÁRSKE NOVINY, 2011. *Potvrdené: Portugalci potrebujú našu pomoc* [online]. Ecopress [cit. 15. 03. 2012]. Dostupné z: <http://finweb.hnonline.sk/c1-51502040-potvrdene-portugalci-potrebuju-nasu-pomoc>
21. HOSPODÁRSKE NOVINY, 2011. *Únia Portugalsku: Bez škrtov nedostanete ani cent* [online]. Ecopress [cit. 15. 03. 2012]. Dostupné z: <http://finweb.hnonline.sk/c1-51505870-unia-portugalsku-bez-skrto-vedostanete-ani-cent>
22. HOSPODÁRSKE NOVINY, 2011. *Portugalci ukázali ako sa žije na dlh* [online]. Ecopress [cit. 15. 03. 2012]. Dostupné z: <http://finweb.hnonline.sk/c1-51510570-radico-vedostanete-ani-cent>
23. HOSPODÁRSKE NOVINY, 2011. *Na čom sa Taliani dohodli* [online]. Ecopress [cit. 14. 03. 2012]. Dostupné z: <http://finweb.hnonline.sk/c1-53610800-pozrite-sa-na-com-sa-taliani-dohodli>
24. HOSPODÁRSKE NOVINY, 2011. *Španielsko je na tom stále horšie, už nemá ani na políciu* [online]. Ecopress [cit. 10. 03. 2012]. Dostupné z: <http://finweb.hnonline.sk/c1-52884260-spanielsko-je-na-tom-stale-horsie-uz-nema-ani-na-policiu>
25. HOSPODÁRSKE NOVINY, 2011. *Novým gréckym premiérom bude Lukas Papadimos* [online]. Ecopress [cit. 10. 03. 2012]. Dostupné z: <http://hnonline.sk/svet/c1-53596860-novym-greckym-premierom-bude-lukas-papadimos>

26. HOSPODÁRSKE NOVINY, 2011. *Grécko míňalo na dôchodky pre mŕtvych* [online]. Ecopress [cit. 10. 03. 2012]. Dostupné z <http://finweb.hnonline.sk/c1-53193470-grecko-minalo-na-dochodky-pre-mrtvych>
27. HOSPODÁRSKE NOVINY, 2011. *Desať faktorov prečo je na tom Grécko tak zle* [online]. Ecopress [cit. 10. 03. 2012]. Dostupné z: <http://finweb.hnonline.sk/c1-52828710-desat-faktov-preco-je-na-tom-grecko-tak-zle-span-class-koment-komentar-span>
28. HOSPODÁRSKE NOVINY, 2011. *Španielska zavádza daň z bohatstva* [online]. Ecopress [cit. 11. 03. 2012]. Dostupné z: <http://finweb.hnonline.sk/c1-52870170-spanielsko-zavadza-dan-z-bohatstva>
29. HOSPODÁRSKE NOVINY, 2011. *Dlhová kríza v Španielsku je nezmysel, tvrdí premiér* [online]. Ecopress [cit. 17. 03. 2012]. Dostupné z World Wide Web: <http://finweb.hnonline.sk/c1-43146850-dlhova-kriza-v-spanielsku-nezmysel-tvrdi-premier>
30. HOSPODÁRSKE NOVINY, 2011. *Kríza v Portugalsku sa prehlbuje, opozícia úsporný balík nepodporí* [online]. Ecopress [cit. 15. 03. 2012]. Dostupné z World Wide Web: <http://finweb.hnonline.sk/c1-51225280-kriza-v-portugalsku-sa-prehlbuje-opozicia-usporny-balik-nepodpori>
31. HOSPODÁRSKE NOVINY, 2010. *Kríza Eurozóny má prvú obeť* [online]. Ecopress [cit. 10. 03. 2012]. Dostupné z World Wide Web: http://finweb.hnonline.sk/svet/c3-49703910-kP0000_d-kriza-eurozony-ma-prvu-obet-premiera-irska
32. INESS, 2012. *Účet za euro* [online]. INESS [cit. 20. 03. 2012]. Dostupné z: <http://blog.etrend.sk/iness/2012/01/25/ucet-za-euro/>
33. NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA, 2011. *Dohľad nad finančným trhom* [online]. NBS [cit. 20. 03. 2012]. Dostupné z: <http://www.nbs.sk/sk/dohlad-nad-financnym-trhom/medzinarodna-spolupraca/europsky-system-financneho-dohladu-esfs>
34. NYTIMES, 2012. *European Financial Stability Facility and European Stability Mechanism* [online]. New York Times [cit. 18. 03. 2011]. Dostupné z: http://topics.nytimes.com/top/reference/timestopics/organizations/e/european_financial_stability_facility/index.html

35. PRAVDA, 2012. *Atény chcú výmenu dlhopisov dokončiť do konca marca* [online]. Perex [cit. 11. 03. 2012]. Dostupné z: http://spravy.pravda.sk/ateny-chcu-vymenu-dlhopisov-dokoncit-do-10-marca-frt-/sk_ekonomika.asp?c=A120222_104538_sk_ekonomika_p01
36. PRAVDA, 2011. *Dlhová kríza roztriasla politickú scénu v Taliansku*. [online]. Perex [cit. 18. 03. 2012]. Dostupné z: http://spravy.pravda.sk/dlhova-kriza-rotriasla-politicku-scenu-v-taliansku-berlusconi-vraj-chce-rezignovat-g3c-/sk_svet.asp?c=A111026_133150_sk_svet_p23
37. PRAVDA, 2011. *Na talianske reformy dohliadne EÚ a MMF* [online]. Perex [cit. 18. 03. 2012]. Dostupné z: http://spravy.pravda.sk/na-talianske-reformy-dohliadne-eu-a-mmf-dy1-/sk_ekonomika.asp?c=A111104_094122_sk_ekonomika_p01
38. SME, 2012. *Fiškálna únie má trestať zadlžených, sankcie hrozia väčšine jej krajín* [online]. Petitt Press [cit. 15. 03. 2012]. Dostupné z: <http://ekonomika.sme.sk/c/6238681/fiskalna-unia-ma-trestat-zadlzenych-sankcie-hrozia-vacsine-jej-krajin.html>
39. SME, 2011. *Kto komu koľko dlhuje* [online]. Petitt Press [cit. 20. 03. 2012]. Dostupné z: <http://ekonomika.sme.sk/c/6146248/dlhova-kriza-kto-komu-a-kolko-dlhuje.html>
40. SME, 2011. *Berlusconi: Nebudú nás poučovať ako riešiť ekonomické problémy* [online]. Petitt Press [cit. 15. 03. 2012]. Dostupné z: <http://ekonomika.sme.sk/c/6111622/berlusconi-nebudu-nas-poucovat-ako-riesit-ekonomicke-problemy.html>
41. UNITED NATIONS STATISTICS DIVISION, 2012. *Detailed structure and explanatory notes* [online]. UNSD [cit. 19. 03. 2011]. Dostupné z: <http://unstats.un.org/unsd/cr/registry/regcst.asp?Cl=14&Lg=1>

Zoznam skratiek

BIS	Banka pre medzinárodné platby
ECB	Európska centrálna banka
ECOFIN	Economic and Financial Affairs Council
EFSF	European Financial Stability Facility
EFSM	European Financial Stabilization Mechanism
EMU	Hospodárska a menová únia
EK	Európska komisia
EÚ	Európska únia
FED	Federálny rezervný systém
G8	Francúzsko, Taliansko, Nemecko, Veľká Británia, Japonsko, Kanada, USA, Rusko
HDP	Hrubý domáci produkt
MMF	Medzinárodný menový fond
NAFTA	Severoamerická dohoda o voľnom obchode
NAMA	National Asset Managment Agency
OCA	Optimálna menová oblasť
OECD	Organizácia pre hospodársku spoluprácu a rozvoj
PIIGS	Portugalsko, Írsko, Taliansko, Grécko, Španielsko
USA	Spojené štáty americké

Zoznam tabuliek a grafov

Tab. č. 3.1.	Porovnanie EFSF I a EFSR II
Tab. č. 3.2.	Náklady stabilizácie spoločnej meny k januáru 2012
Graf č. 2.1.	Dopytový asymetrický šok
Graf č. 2.2.	Pôsobenie automatických vyrovnávajúcich mechanizmov
Graf č. 2.3.	Vplyv znehodnotenia meny vo vzťahu k otvorenosti ekonomiky
Graf č. 2.4.	Symetria hospodárskych cyklov, medzinárodný obchod a spoločná mena
Graf č. 2.5.	Hypotéza endogenity procesu menovej integrácie
Graf č. 2.6.	Krugmanova hypotéza špecializácie
Graf č. 2.7.	Model GG-LL
Graf č. 2.8.	Alternatívny model GG-LL
Graf č. 3.1.	Verejný dlh Grécka ako % HDP za roky 1999 - 2010
Graf č. 3.2.	Verejný dlh Írska ako % HDP za roky 1999 - 2010
Graf č. 3.3.	Verejný dlh Španielska ako % HDP za roky 1999 - 2010
Graf č. 3.4.	Verejný dlh Talianska ako % HDP za roky 1999 - 2010
Graf č. 3.5.	Verejný dlh Portugalska ako % HDP za roky 1999 - 2010
Graf č. 3.6.	Zloženie gréckeho dlhu pre vybrané krajiny k januáru 2012 v mld. eur
Tab. č. 4.1.	Zladenosť hospodárskych cyklov (SDY) pre krajiny EÚ 8 voči EÚ 27 za roky 1999 - 2010
Graf č. 4.1.	Podobnosť komoditnej štruktúry zahraničného obchodu (DISSIM) pre krajiny EÚ 8 voči EÚ 27 za roky 1999 - 2010
Tab. č. 4.2.	Vzájomná obchodná prepojenosť (TRADE) pre krajiny EÚ 8 voči EÚ 27 za roky 1999 - 2010

- Tab. č. 4.3. Užitocnosť spoločnej meny v transakciách (SIZE) pre krajiny EÚ 8 voči EÚ 27 za roky 1999 - 2010
- Tab. č. 4.4. Vývoj indexu OCA pre krajiny EÚ 8 voči EÚ 27 za roky 1999 - 2010
- Tab. č. 4.2. Graf. č. 4.2: Vývoj indexu OCA pre krajiny EÚ 8 voči EÚ 27 za roky 1999 - 2010

Prehlásenie o využití výsledkov diplomovej práce

Prehlasujem, že

- som bol zoznámený s tým, že na moju diplomovú prácu sa v plnom rozsahu vzťahuje zákon č. 121/2000 Zb. – autorský zákon, hlavne § 35 – užitie diela v rámci občianskych a náboženských obradov, v rámci školských predstavení a užitie diela školského a § 60 – školské dielo;
- beriem na vedomie, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (ďalej len VŠB-TUO) má právo nezárobkovo, ku svojej vnútornej potrebe, diplomovú prácu použiť (§ 35 odst. 3);
- súhlasím s tým, že diplomová práca bude v elektronickej podobe archivovaná v Ústrednej knižnici VŠB-TUO a jeden výtlačok bude uložený u vedúceho diplomovej práce. Súhlasím s tým, že bibliografické údaje o diplomovej práci budú zverejnené v informačnom systéme VŠB-TUO;
- bolo zjednané, že s VŠB-TUO, v prípade záujmu z jej strany, uzavrie licenčnú zmluvu s oprávnením užiť dielo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bolo zjednané, že užiť svoje dielo, diplomovú prácu, alebo poskytnúť licenciu k jej užitiu sa môže len so súhlasom VŠB-TUO, ktorá je oprávnená v takomto prípade od mňa požadovať primeraný príspevok na úhradu nákladov, ktoré boli VŠB-TUO na vytvorenie diela vynaložené (až do ich skutočnej výšky).

V Ostrave dňa 25. 04. 2012

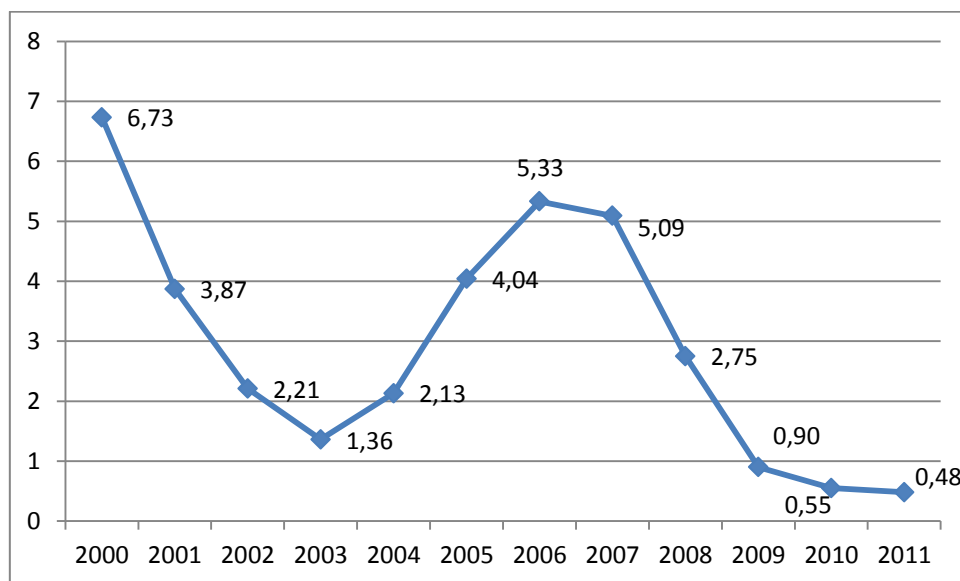
Bc. Rudolf Macek

Belá pri Varíne, SNP 324, 013 05 Slovensko

Zoznam príloh

Príloha č. 1: Vývoj priemernej ročnej federálnej úrokovej miery v USA pre roky 2000 - 2011 v %.....	1
Príloha č. 2: Vybrané makroekonomické agregáty eurozóny za roky 1999 - 2010	2
Príloha č. 3: Vývoj verejného dlhu ako % HDP pre krajiny PIIGS za roky 1999 - 2010.....	3
Príloha č. 4: Počet vydaných stavebných povolení v Írsku pre roky 1995 - 2010	4
Príloha č. 5: Schéma fungovania eurovalu	5
Príloha č. 6: Poskytnuté bankové a súkromné pôžičky od vybraných krajín smerom k PIIGS k januáru 2012 v mld. euro.....	6

Príloha č. 1: Vývoj priemernej ročnej federálnej úrokovej miery v USA pre roky 2000 - 2011 v %



Zdroj: Federal Reserve System, (2012), vlastné spracovanie

Príloha č. 2: Vybrané makroekonomické agregáty eurozóny za roky 1999 - 2010

Vybrané makroekonomické agregáty eurozóny (17) v %	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Miera nezamestnanosti	9,6	8,7	8,1	8,5	9,0	9,3	9,2	8,5	7,6	7,6	9,6	10,1
Pomer salda verejných financií k HDP	-1,5	-0,1	-1,9	-2,6	-3,1	-2,9	-2,5	-1,3	-0,7	-2,1	-6,4	-6,2
Tempo rastu HDP	2,3	3,8	2,0	0,9	2,7	2,2	1,7	3,2	3,0	0,4	-4,2	1,8
Pomer verejného dlhu k HDP	71,6	69,2	68,1	67,9	69,1	69,5	70,1	68,5	66,3	70,1	79,8	85,3
Miera inflácie	1,2	2,2	2,4	2,3	2,1	2,2	2,2	2,2	2,1	3,3	0,3	1,6

Zdroj: Eurostat, (2012), vlastné spracovanie

Príloha č. 3: Vývoj verejného dlhu ako % HDP pre krajiny PIIGS za roky 1999 - 2010

Krajina/Rok	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Grécko	94,0	103,4	103,7	101,7	97,4	98,6	100,0	106,1	107,4	113,0	129,3	144,9
Írsko	48,0	37,1	35,2	31,9	30,7	29,4	27,2	24,7	24,8	44,2	65,2	92,5
Taliansko	113,0	108,5	108,2	105,1	103,9	103,4	105,4	106,1	103,1	105,8	115,5	118,4
Portugalsko	49,6	48,5	51,2	53,8	55,9	57,6	62,8	63,9	68,3	71,6	83,0	93,3
Španielsko	62,4	59,4	55,6	52,6	48,8	46,3	43,1	39,6	36,2	40,1	53,8	61,0

Zdroj: Eurostat, (2012), vlastné spracovanie

Vývoj salda verejných financií ako % HDP pre krajiny PIIGS za roky 1999 - 2010

Krajina/Rok	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Grécko	-	-3,7	-4,5	-4,8	-5,6	-7,5	-5,2	-5,7	-6,5	-9,8	-15,8	-10,6
Írsko	2,7	4,7	0,9	-0,4	0,4	1,4	1,7	2,9	0,1	-7,3	-14,2	-31,3
Taliansko	-1,9	-0,8	-3,1	-3,1	-3,6	-3,5	-4,4	-3,4	-1,6	-2,7	-5,4	-4,6
Portugalsko	-2,7	-2,9	-4,3	-2,9	-3,0	-3,4	-5,9	-4,1	-3,1	-3,6	-10,1	-9,8
Španielsko	-1,2	-0,9	-0,5	-0,2	-0,3	-0,1	1,3	2,4	1,9	-4,5	-11,2	-9,3

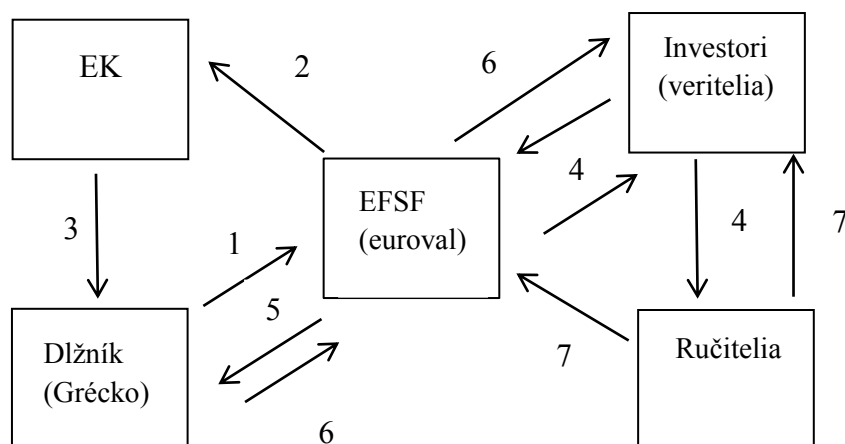
Zdroj: Eurostat, (2012), vlastné spracovanie

Príloha č. 4: Počet vydaných stavebných povolení v Írsku pre roky 1995 - 2010

Rok	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Počet vydaných stavebných povolení	28 559	30 538	32 633	37 223	39 546	42 657	45 500	40 900	41 617	50 272	50 604	52 259	62 367	42 151	26 034	18 839

Zdroj: World Bank, (2012), vlastné spracovanie

Príloha č. 5: Schéma fungovania eurovalu



Zdroj: INESS, (2011), vlastná úprava

Fungovanie eurovalu podľa Margetinyho (2010):

1. Členský štát eurozóny požiada o pomoc v rámci eurovalu.
2. Euroval informuje EK o žiadosti krajiny. EK preverí, či sa štát skutočne nachádza v takých problémoch, ktoré si vyžadujú poskytnutie pomoci.
3. EK vydá rozhodnutie o potvrdení pomoci a následne začne s krajinou rokovať o podmienkach úverovej zmluvy.
4. Euroval vstúpi na finančný trh, kde vydá dlhopisy. Investori tieto dlhové nástroje skúpia, čím sa stávajú veriteľmi. Ručiteľmi dlhopisov sú následne jednotlivé členské štáty eurozóny.
5. Euroval týmto spôsobom získa peniaze na finančnom trhu a poskytne pôžičku žiadajúcej krajine, ktorá musí podpísať úverovú zmluvu. Podmienky tejto zmluvy bývajú väčšinou rovnaké ako podmienky pri emitovaní dlhopisov. Nikdy však nemôžu byť nižšie, pretože euroval nesmie ísť do mínusu.
6. Krajina postupne spláca úver a euroval spláca svoje záväzky z emitovaných dlhopisov (ručitelia sú mimo centrum diania a nemusia nič platiť).
7. Ak krajina nebude schopná splácať získaný úver, euroval požiada o plnenie ručiteľov ktorí zaplatia dlh za dané dlžnícke krajiny. V momente, keď členské štáty eurozóny nebudú mať dostatok peňazí, využije euroval tzv. hotovostnú rezervu.

Príloha č. 6: Poskytnuté bankové a súkromné pôžičky od vybraných krajín smerom k PIIGS k januáru 2012 v mld. euro

Bankové a súkromné pôžičky v mld. euro	Grécko	Írsko	Španielsko	Taliansko	Portugalsko
Francúzsko	41,4	23,8	112,0	309,0	19,1
Nemecko	15,9	82,0	131,7	120,0	26,6
Anglicko	9,4	104,5	74,9	54,7	18,9
USA	6,2	39,8	49,6	34,8	3,9
Taliansko	2,8	-	22,3	-	2,9
Portugalsko	7,5	-	19,7	-	-
Španielsko	-	-	-	29,5	65,7
Írsko	-	-	-	-	-
Japonsko	-	15,4	20,0	32,8	-

Zdroj: BBC, (2012) vlastné spracovanie